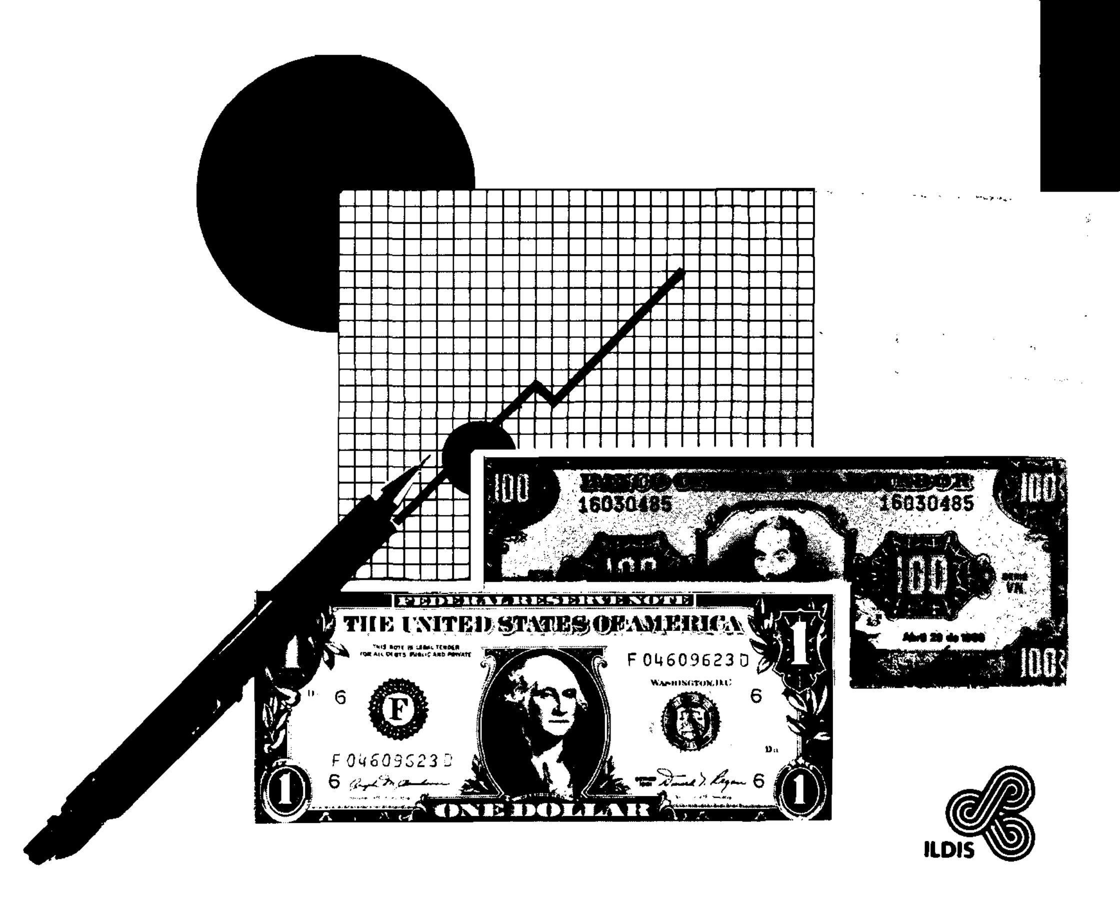
Política Cambiaria en el Ecuador 1970-1986

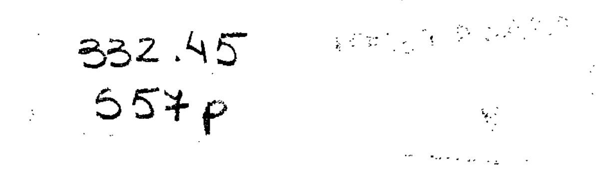
Aproximación teórica y análisis crítico

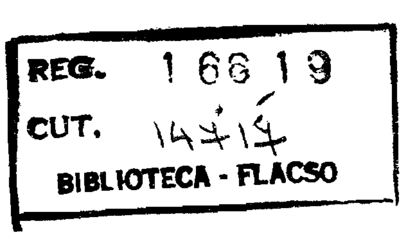
Carlos Sandoval Peralta

Política Cambiaria en el Ecuador 1970-1986



Las opiniones vertidas en el libro son de exclusiva responsabilidad del autor y no comprometen la opinión institucional del ILDIS.



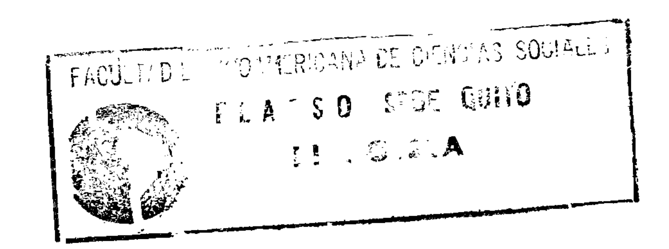


Es una publicación del Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales, ILDIS

Edición a cargo de:
Santiago Escobar

Diseño gráfico:
Grupo Esquina editores-diseñadores S.A.

ILDIS, Av. Colón 1346, Edif. Torres de la Colón, Mezanine, Of. 12,
Teléfono: 562.103, Apartado 367-A, Quito-Ecuador



Contenido

CAPITULO IV

Presentación

El interés público por la cotización de la divisa se manifiesta con cierta regularidad y más intensamente cuando la misma sube. Dentro del sistema tradicional ecuatoriano, en el cual las autoridades monetarias definen y controlan el valor del sucre frente a la moneda extranjera, la mayoría de los comentaristas suele estigmatizar cualquier acto de devaluación como un pecado de los titulares de la Junta Monetaria. Dentro del nuevo sistema cambiario que vive el país desde el mes de agosto de 1986, y en el que las fuerzas de oferta y demanda determinan el tipo de cambio, una elevación del precio de la divisa se explica normalmente —según la mayoría de los analistas— por "olas especulativas".

Pero, en el sistema tradicional: ¿Dentro de qué marco de alternativas la Junta Monetaria puede establecer la cotización de la divisa? ¿Qué tipo de repercusiones se presentan si la fijación no está equilibrada? O, en el sistema actual ¿cuál es el valor normal, el valor del equilibrio de la moneda? ¿Cuáles son los más importantes factores económicos que determinan el nivel del tipo de cambio, más allá de la "especulación"?

Una respuesta seria a este tipo de preguntas implica recurrir a los instrumentos de la teoría cambiaria. Recopilar los elementos de las aproximaciones teóricas fundamentales es lo que pretende este libro. Sin embargo, no se trata de un texto que se dirige al experto en la materia sino más bien al públi-

co interesado, conocedor de un mínimo de terminología y metodología de la ciencia económica, recopilando los fundamentos y dejando de lado los modelos recientes más sofisticados sobre el tema.

El texto sin embargo no se limita a un tratamiento teórico abstracto, sino en la segunda parte, analiza concretamente lo que pasó en el Ecuador a partir del año 1970, esto es a ensayar un análisis empírico de las pautas cambiarias durante el auge petrolero hasta el año 1986. Finalmente, el autor llega a conclusiones sobre un manejo idóneo de la política cambiaria, conclusiones que reflejan su opinión personal, y que ILDIS respeta como parte de la libertad académica en que se inscribe esta publicación.

Dr. Alexander Kallweit
Director - ILDIS

CAPITULO I
Introducción
Conceptos básicos sobre el mercado de divisas, plan general del libro

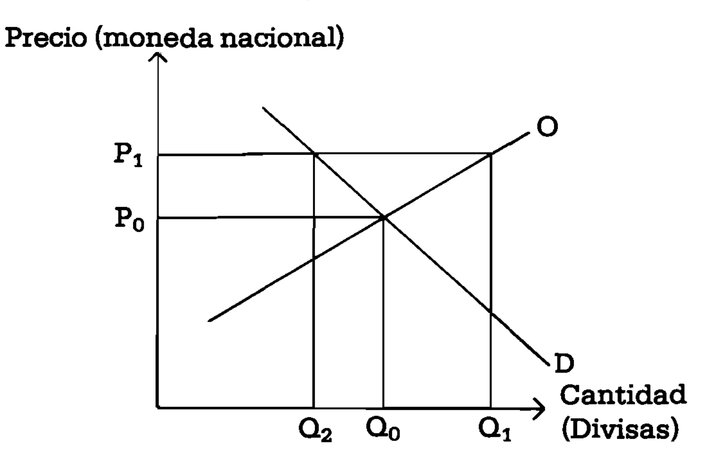
Conceptos básicos sobre el mercado de divisas

Las expresiones "tipo de cambio" o "tasa de cambio" se utilizan en economía para señalar el valor de una moneda extranjera en términos de moneda nacional; en otras palabras, el tipo de cambio expresa el número de unidades de moneda local de un país dado, necesarias para comprar una unidad de moneda de otro país. Se pueden determinar tipos de cambio para cualesquiera dos países: simplemente se debe establecer la relación entre el valor de sus monedas. En el caso de los países latinoamericanos y dada la alta dependencia del sector externo de dichos países con respecto a los Estados Unidos, se maneja principalmente el tipo de cambio con respecto al dólar. Así por ejemplo en Ecuador se toman medidas de tipo cambiario por parte de la Junta Monetaria, modificando la relación del número de sucres que se cambia por un dólar; inclusive para determinar la paridad cambiaria con respecto a otras monedas como el peso colombiano o el austral argentino, se establecen primero los tipos de cambio de dichas monedas con respecto al dólar de Estados Unidos y en base a ellas se calculan las tasas deseadas.

El tipo de cambio puede ser visto como el precio de un bien más de los que se hallan disponibles en una economía de mercado; sus características básicas radican en la importancia del bien (divisas o el medio que permite comprar y vender en los mercados internacionales) y en los efectos a nivel macro que éste, a diferencia de otros bienes, tiene en el funcionamiento de la economía total de un país.

Como ocurre en el mercado de cualquier bien, es posible determinar funciones de demanda y oferta de divisas, dependiendo de su precio o de un tipo de cambio dado y gráficamente dichas funciones deben lucir de la forma conocida de las funciones de oferta y demanda en donde la primera tendrá una pendiente positiva y la segunda una pendiente negativa, tal como se aprecia en la figura N° 1.

FIGURA N° 1
El mercado de divisas



Y como en el mercado de cualquier bien, solo existirá (ceteris paribus) un punto de equilibrio, en donde se determina un precio (tasa de cambio) que iguale las cantidades ofrecidas y demandadas del bien (divisas). En la figura N° 1 el punto P_o que determina la cantidad Q_o.

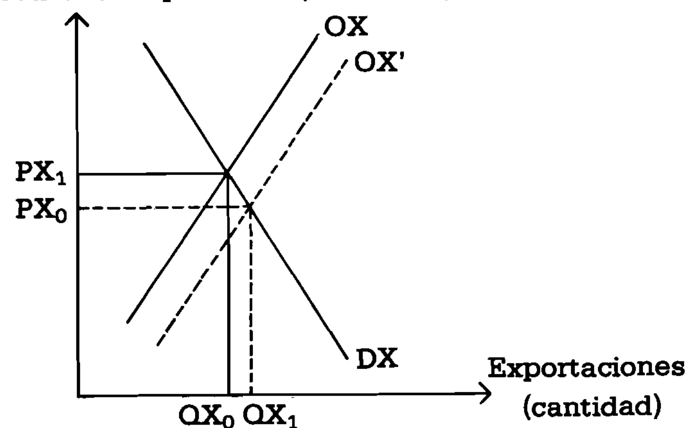
En un modelo simplificado, la demanda por divisas será igual al valor necesario para cubrir los costos de los bienes que se importan durante determinado período, mientras que la oferta estará dada por el volumen de los ingresos provenientes de las exportaciones en el mismo lapso de tiempo.

Si en una economía se tiene un solo tipo de cambio, una devaluación o una revaluación de éste no afectará a los precios relativos de las exportaciones e importaciones sino a la

relación entre los precios de dichos bienes y los bienes domésticos.

La figura N° 2 muestra una representación gráfica del mercado de bienes exportables que enfrenta un país en el resto del mundo[1], la función DX señala las cantidades de productos exportables del país considerado que el resto del mundo está dispuesto a adquirir a distintos precios (en divisas) de éstos; la función OX por su parte indica las cantidades de bienes exportables que los productores nacionales están dispuestos a suministrar a los mercados internacionales, a diferentes precios de dichos bienes; las pendientes de las funciones de oferta y demanda son similares a la de cualquier mercado de bienes normales en la economía.

FIGURA N° 2
El mercado de divisas exportables
Oferta de divisas



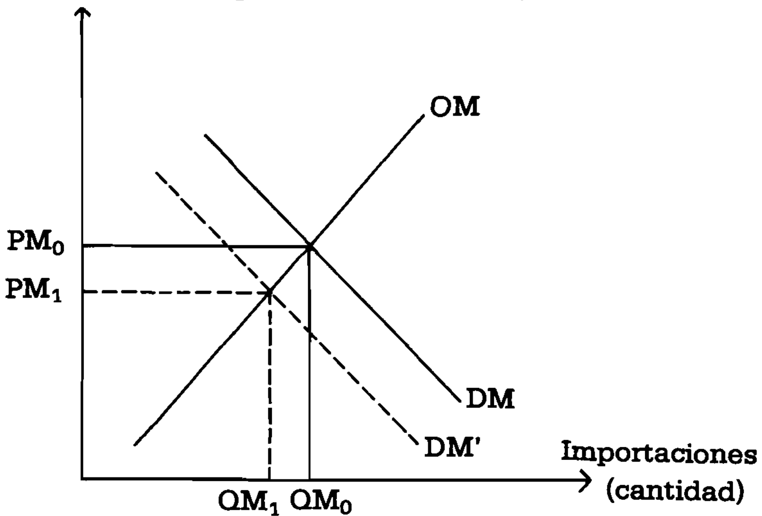
1 El análisis aquí presentado supone que se está hablando de un país grande o un país especializado que puede influir en los precios de los bienes que comercializa en el resto del mundo. De tratarse de un país pequeño, las funciones de demanda por sus bienes exportables y de oferta de sus importaciones, serán infinitamente elásticas (Funciones DX en la figura N° 2 y OM en la figura N° 3), sin embargo el desarrollo posterior acerca de la determinación de sus funciones de oferta y demanda de divisas se mantiene similar a lo expuesto en las páginas siguientes.

Los puntos PX_o y QX_o señalan respectivamente el precio promedio y el volumen físico de las exportaciones bajo condiciones de equilibrio y $PX_o \cdot QX_o$ indica el valor total de los ingresos por exportaciones que obtiene el país.

La figura N° 3 finalmente representa el mercado de bienes importables que enfrenta el país, en donde la función DM indica las cantidades de productos del resto del mundo que los nacionales están dispuestos a adquirir a diferentes precios (en divisas) de ellos y OM la cantidad de bienes que los productores de otros países están dispuestos a suministrar al país analizado a diferentes precios de los mismos.

FIGURA N° 3
El mercado de bienes importables
Demanda de divisas





Las coordenadas (PM_o, QM_o) señalan el punto de equilibrio en que se determinan el precio promedio (PM_o) y el volumen físico (QM_o) que igualan los valores de las funciones de oferta y demanda por bienes importables; finalmente

$PM_0 \cdot QM_0$ será el monto total de las importaciones expresado en divisas que el país deberá pagar al resto del mundo.

El siguiente paso consiste en observar los efectos en los mercados de exportaciones e importaciones que enfrenta un país, causado por alteraciones en el tipo de cambio, y su efecto resultante en el mercado de divisas.

A partir del punto de equilibrio en los mercados de exportaciones e importaciones, supongamos que se produce una devaluación. Esto significa que los exportadores obtendrán una mayor cantidad de moneda local como reembolso por las divisas que obtengan por sus transacciones en el exterior, en otras palabras que si sus costos en moneda local permanecen constantes, en divisas dichos costos disminuyen en un porcentaje igual a la del monto de la medida devaluatoria, lo cual desplaza su función de oferta (Figura N° 2) hasta OX' en donde el nuevo precio promedio de las exportaciones será PX_1 y la nueva cantidad exportada será QX_1; el ingreso total del país por este concepto será $PX_1 \cdot QX_1$; el cual dependiendo de las elasticidades precio de las funciones de oferta y demanda será mayor o menor a $PX_0 \cdot QX_0$.

Por el lado del mercado de importaciones se dan efectos contrarios; la oferta por dichos bienes no se afecta en la medida en que la devaluación tiene implicaciones meramente internas, la demanda por importaciones en cambio, la cual está formada por consumidores nacionales, requerirá de un mayor monto de unidades monetarias domésticas, (de las que ellos disponen y en base a las cuales expresan su capacidad de compra), para adquirir las divisas necesarias para realizar sus importaciones; en otras palabras si bien los precios en divisas de los bienes importables no varían, en términos de moneda local éstos se elevan, lo cual desplaza la función DM (Figura N° 3) hasta DM' en un porcentaje igual al de la devaluación. Los nuevos valores de equilibrio serán PM_1 y QM_1, con un egreso total equivalente a $PM_1 \cdot QM_1$; el cual será menor que

$PM_o \cdot QM_o$ pues corresponde a un precio y a una cantidad menores.

En la figura N° 2 se tienen implícitamente los puntos que definen la función de oferta de divisas representada en la figura N° 1, en efecto el punto inicial de equilibrio en el mercado de exportaciones tiene aparejado un tipo de cambio, sea TC_o, y señala un volumen de divisas ofertado $PX_o \cdot QX_o$, los cuales corrresponden a los puntos P_o y Q_o de la figura N° 1; dicho de otra forma se tiene que $TC_o = P_o$ y $PX_o \cdot QX_o = Q_o$.

Adicionalmente el punto de equilibrio P_1 y Q_1 en la figura N° 2 tiene implícita la tasa de cambio TC_1 mayor a TC_o y señala un nuevo valor de divisas ofertado $PX_1 \cdot QX_1$, los cuales se pueden trasladar a la figura N° 1 y corresponden a los valores P_1 y Q_1; en síntesis, $TC_1 = P_1$ y $PX_1 \cdot QX_1 = Q_1$. El lugar geométrico de todos los puntos generados de esta forma constituye la función O de oferta de divisas.

Como ya se señaló anteriormente, dependiendo de las elasticidades precio del mercado de exportaciones, el valor total de las divisas generadas por las exportaciones después de la devaluación puede ser mayor o menor al original; esto es Q_1 puede encontrarse a la derecha o a la izquierda de Q_o; en el último caso la función O de oferta en el mercado de divisas tendrá una pendiente negativa.

En una forma similar, de la figura N° 3 se puede derivar la función de demanda por divisas; en efecto en el punto inicial de equilibrio se tiene implícito la tasa de cambio TC_o igual al valor P_o en la figura N° 1 y la cantidad demandada por divisas $PM_o \cdot QM_o$ igual a Q_o.

Modificando la tasa de cambio, por ejemplo con una devaluación tal como se hizo anteriormente, se tiene que a un tipo de cambio superior (TC_1 mayor a TC_o) los gastos totales en divisas para pagar las importaciones será menor al previo, esto es si en la figura N° 1 la tasa de cambio luego de la devaluación (TC_1), equivale al valor P_1, los nuevos egresos por im-

portaciones en la figura N° 2 (PM_1 - QM_1) corresponderán en la función de demanda por divisas al punto Q2 necesariamente a la izquierda de Q_o, lo que implica que siempre la función de demanda tendrá una inclinación negativa. El lugar geométrico de todos los puntos de equilibrio en el mercado de importaciones (figura N° 2) generados al hacer variar el tipo de cambio, definirá la función D en la figura N° 1.

Es de señalar que en análisis anterior se presenta la posibilidad de que, cuando la suma de las elasticidades precio en el mercado de exportaciones es menor que 1, las dos funciones del mercado de divisas tengan pendientes negativas, sin embargo aún en este caso si la función de oferta es más rígida que la de demanda, se cumplirá el hecho de que un tipo de cambio más alto que el de equilibrio causará un superávit en la balanza comercial (Q_1 - Q_2 en la figura N° 1) y un tipo de cambio menor al de equilibrio provocará un déficit.

Hasta aquí el análisis se ha hecho con un modelo muy simplificado. En efecto existen un sinnúmero de condiciones adicionales a los mercados de importaciones y exportaciones que influyen al mercado de divisas. También algunos de los supuestos implícitos en el análisis precedente no se cumplen en el mundo real; en el primer campo de observaciones se pueden señalar los movimientos de capitales entre países, la respuesta que el aparato productivo doméstico da a una posible fluctuación del tipo de cambio, las variaciones en la distribución del ingreso, la propensión de los consumidores a sustituir importaciones y a adquirir bienes exportables, el comportamiento de las expectativas y sus efectos especulativos, entre otros. En el campo de los supuestos implícitos en el modelo previo la flexibilidad de los precios a la baja ante una contracción de la oferta monetaria y la capacidad de un país de incrementar su producción de exportables ante motivaciones cambiarias, son los más cuestionables.

En la primera parte del capítulo segundo se trata a mayor profundidad acerca de los determinantes de las elasticidades

precio en los mercados externos de un país y de sus efectos en la balanza comercial; se señala específicamente los problemas de los países de América Latina, Asia y Africa, tales como la dependencia de bienes de consumo básico y de insumos foráneos, entre otros, y la forma como bajo ciertas circunstancias éstos afectan las elasticidades de sus funciones de oferta y demanda en los mercados externos.

En la continuación del capítulo se analizan las relaciones entre tipo de cambio y movimiento de capitales; con especial énfasis se revisan los efectos contradictorios de corto y largo plazos derivados de una afluencia de capital foráneo dentro del contexto de los países tercermundistas y las diferentes alternativas a que dichos países pueden verse enfrentados.

La última parte del segundo capítulo se inicia con una presentación de las principales teorías acerca del cálculo del tipo de cambio entre dos países. Comienza ésta con la formulación de la teoría de la paridad del poder de compra entre dos monedas, en sus enfoques de paridad absoluta y relativa; luego se señalan las principales críticas o limitaciones a dicha teoría y por último se presenta la teoría de paridad de costos, como una alternativa a la primera.

En la conclusión de este segundo capítulo se presenta el enfoque monetarista de la balanza de pagos y su relación con el tipo de cambio, destacando las críticas mayores a dicho esquema. Posteriormente se presenta el modelo de dos brechas que relaciona déficits en balanza con déficits de ahorro interno, se examinan las posibilidades que con un enfoque de este tipo se tienen para llegar a una posición de equilibrio en una economía, y se discuten los supuestos que tal modelo conlleva.

El tercer capítulo trata sobre las diferentes alternativas de política cambiaria que puede seguir un gobierno a fin de llegar y luego mantener una situación de equilibrio en su sector externo; paralelamente se analiza para cada alternativa,

los efectos de determinada política cambiaria en los principales agregados macroeconómicos internos.

Los enfoques clásicos de tipo de cambio fijo y tipo de cambio libre son los que primeramente se discuten en este capítulo. Finalmente se hacen algunas consideraciones acerca de las alternativas tercermundistas a este problema; específicamente se presentan políticas cambiarias planificadas basadas en minidevaluaciones y en tasas de cambio múltiples.

En el cuarto capítulo se hace un análisis de tipo empírico sobre lo que ha sido el manejo de la política cambiaria en el Ecuador durante los últimos 16 años.

Después de haber mostrado una síntesis de las diferentes posiciones teóricas de las más importantes escuelas en el campo de la política cambiaria, esta parte pretende situar al lector en la realidad de lo que ha sido el manejo de esta política en un país del tercer mundo como lo es el Ecuador. El caso ecuatoriano es interesante para el estudio del tema cambiario pues en un lapso de tiempo relativamente corto se han adoptado la mayoría de los modelos analizados en la primera parte.

Hasta principios de la década presente y a lo largo de 13 años el Ecuador tuvo una tasa de cambio fija y prácticamente única, (si bien coexistían el mercado oficial con uno libre, la tasa de cambio de uno y otro eran básicamente iguales). Posteriormente se implementó un esquema de tasas múltiples de cambio, se diferenciaron los mercados oficial y libre; durante dos años se optó por el mecanismo de minidevaluaciones para luego pasar nuevamente a tasas de cambio fijas pero con fuertes caídas del valor de las divisas y, finalmente, a partir del inicio de 1986, se escoge el modelo de flotación del tipo de cambio y de minimización de la participación estatal en el mercado de monedas extranjeras.

A continuación, en este capítulo se hace una presentación inicial de la importancia que han tenido en Ecuador los

mercados oficial y libre de divisas a lo largo de la década de los setenta y los años transcurridos hasta ahora de los ochenta, para posteriormente hacer una presentación cronológica de la forma en que se ha desarrollado la política cambiaria en el mercado oficial de divisas. Se diferencian 4 períodos en el intervalo de tiempo estudiado: el primero caracterizado por estabilidad cambiaria, el segundo en que se adopta el mecanismo de las minidevaluaciones, el tercero en que se retorna a tasas fijas pero con fuertes devaluaciones y el último en que se hace flotar el tipo de cambio y se transfieren al mercado libre la mayoría de las operaciones de compra y venta de divisas.

En la tercera parte de este capítulo se estudia el comportamiento del mercado libre de divisas mediante un modelo econométrico que explica los cambios en la tasa de cambio, con variables económicas domésticas y foráneas que se relacionan con el sector externo del país. Primero se hace una presentación del modelo usado, y se pasa seguidamente a hacer un análisis de los resultados obtenidos en su aplicación al caso ecuatoriano con datos mensuales a partir de 1982.

En la última parte se señalan las principales conclusiones a las que se llegó luego del análisis realizado en los capítulos previos, se hace una diferenciación similar a la presentada en los capítulos 2 y 3, entre mercados oficial y libre de divisas y se hace una previsión acerca de los principales beneficios y problemas que se pueden dar en el futuro corto plazo, especialmente ahora que se ha optado por un modelo cambiario radicalmente diferente al histórico.

Finalmente se incluye un anexo estadístico en el que se presentan cuadros con series de tiempo de las principales variables incluidas en el análisis y a las cuales se hace referencia a lo largo del texto del estudio empírico, y una bibliografía que hace referencia a las dos partes teóricas de este trabajo.

CAPITULO II
Teoría sobre el tipo de cambio y el comercio exterior

1. Tipo de cambio y elasticidades del mercado internacional

En el análisis introductorio se observó que una devaluación podría eliminar un déficit en balanza comercial mediante un incremento de los ingresos por exportaciones y un decrecimiento de la cuenta por importaciones solamente si determinadas condiciones se cumplen. Por el lado de las elasticidades precio se observó que dependiendo de la pendiente de las funciones de oferta y demanda por exportaciones, los ingresos totales de divisas por este concepto pueden aumentar o disminuir como consecuencia de una devaluación, los egresos por importaciones en teoría siempre deben disminuir. Para que el efecto neto de una deterioración del tipo de cambio sea el de reducir un déficit en balanza comercial se requiere que la disminución de la cuenta por importaciones no sea superada por una posible pérdida de ingresos por las exportaciones; en términos cuantitativos y suponiendo completa elasticidad de las funciones de oferta, esta condición se puede expresar de la siguiente manera:

$$e_x + e_m > 1$$

Donde e_x es el valor absoluto de la elasticidad precio de la demanda por exportaciones.

Y e_m es el valor absoluto de la elasticidad precio de la demanda por importaciones.

Este requisito se conoce como la condición de **Marshall Lerner**, la cual de no cumplirse hará que una devaluación au-

mente el déficit de balanza comercial en lugar de disminuirlo.

Varios hechos económicos pueden afectar las elasticidades precio del comercio exterior, las cuales podrían disminuir o aún anular los efectos esperados de una medida devaluatoria. Por el lado de las importaciones se presenta el caso de que un alto porcentaje de las importaciones está constituido por materias primas, o insumos en general para la industria doméstica, lo cual hace que una posible reducción de las compras en el exterior no pueda operarse o que tenga un alto costo interno en términos de disminución de la producción doméstica, desempleo de recursos, etc. Esta dependencia del aparato productivo de insumos foráneos es más aguda en países de bajo desarrollo en donde la industria mediana y pesada se dedica principalmente al ensamblaje o mezcla de componentes importados de las casas matrices de dichas empresas. La industria automotriz y la farmaceútica son buenos ejemplos de este caso.

En algunos países del tercer mundo y aún en países de mayor desarrollo, existe también una alta dependencia de bienes de consumo básico provenientes del exterior; el caso de los países importadores de petróleo y de alimentos son ilustrativos. En estas situaciones las economías dependientes no pueden reducir su demanda por importaciones aún cuando en términos de moneda local su costo aumente significativamente como consecuencia de una medida devaluatoria. El mayor gasto en importaciones disminuirá la capacidad adquisitiva de los consumidores de productos domésticos lo cual causará una contracción de dicho mercado interno con sus consecuencias de descenso de la actividad productiva, desempleo y caída del nivel de vida de la sociedad.

En el caso de las exportacíones, las causas de una inelasticidad de los precios pueden ser muy diversas. Por el lado de la oferta puede ocurrir que un país se encuentre produciendo bienes exportables a plena capacidad, lo cual le imposibilitaría para lograr aumentos en la cantidad ofertada ante incenti-

vos de precio derivados de una devaluación. Esto ocurre en los países del tercer mundo cuyas principales exportaciones son productos agropecuarios o mineros y donde factores como la disponibilidad de tierras aptas o fenómenos climatológicos definen en gran parte el volumen de producción. El caso del Ecuador en 1983 es muy ilustrativo, a pesar de haberse producido una devaluación de cerca de 40% en el año, las exportaciones tradicionales de banano, café y cacao tuvieron un fuerte retroceso por una causa exógena cual fue una estación invernal muy prolongada.

Otras veces el principal producto de exportación de algunos países está sujeto a cuotas por acuerdos internacionales, límites que pueden fijarse ya sea a la producción total o directamente a las exportaciones, pero que, aún en el primer caso, alteran el volumen de ventas al exterior con respecto al resultado obtenido en un mercado totalmente competitivo, (café, azúcar, bananos, algunos minerales, entre otros); o está en manos del estado el cual hace variar las cantidades de exportación por consideraciones diferentes a las de obtener mayores ingresos en moneda local. Los países exportadores de petróleo son un buen ejemplo en donde, además de tener una cuota en el caso de ser miembros de la OPEP, consideraciones como las de no sobreexplotar los pozos son más importantes que el precio en moneda local para la determinación de la cantidad producida y exportada.

En cuanto a la demanda por exportables que un país enfrenta por parte de consumidores del resto del mundo, las elasticidades precio pueden ser rígidas por diversos motivos. Ffrench-Davis (1979) señaló con el ejemplo del café de Brasil y Costa Rica que mientras más pequeña sea la cuota o fracción de un mercado mundial integrado cubierta por un país, mayor será la elasticidad de demanda que enfrentará.

En una forma simplificada se puede presentar la demostración de la anterior afirmación de Ffrench-Davis, de la siguiente manera:

Sea X_t la cantidad total de un producto transada internacionalmente en el mundo a un precio P_x durante un período determinado t y sea X_s la participación que de X_t ha captado el país s y X_r la participación en X_t del resto del mundo (de donde $X_r = X_t - X_s$). Ahora bien, si se da una variación a nivel mundial de la cantidad X_t intercambiada, ésta se puede descomponer en sus componentes de s y del resto del mundo así:

$$\triangle X_t = \triangle X_s + \triangle X_r$$

ó

$$\triangle X_s = \triangle X_t - \triangle X_r$$

Ahora dividiendo ambos lados de la igualdad por $\triangle P_x/P_x$ y por X_s y ejecutando algunas operaciones algebráicas de simplificación, se llega a

$$\frac{\triangle X_s}{X_s} \cdot \frac{P_x}{\triangle P_x} = \left(\frac{\triangle X_t}{X_t} \cdot \frac{P_x}{\triangle P_x}\right)\frac{X_t}{X_s} - \left(\frac{\triangle X_r}{X_r} \cdot \frac{P_x}{\triangle P_x}\right)\frac{X_r}{X_s}$$

ó

$$e_x^s = e_x^t \cdot \frac{X_t}{X_s} - e_x^r \cdot \frac{X_r}{X_s} \qquad (1)$$

donde e_x^s representa la elasticidad precio de demanda que enfrenta s en el mercado internacional, e_x^t la elasticidad precio del mundo en su conjunto y e_x^r la del resto del mundo, una vez excluido s.

Además $\frac{X_t}{X_s}$ indica la relación entre el total de las transacciones internacionales del bien considerado y las exportaciones de s y finalmente $\frac{X_r}{X_s}$ es el complemento del anterior o la relación entre el mercado total mundial y el del resto del mundo, luego de restar las exportaciones de s.

Del resultado de la relación (1) se deriva que si s es el único exportador mundial del bien en cuestión, la elasticidad de la demanda enfrentada por dicho país será igual a la del mercado mundial, en otras palabras $e_x^s = e_x^t$ peró si s es solo uno de varios exportadores mundiales, e_x^s será mayor que la elasticidad mundial e_x^t de acuerdo a las siguientes dos

alternativas que presenta Ffrench-Davis: (Ver obra citada en la bibliografía, páginas 141 a 146).

Primero considera el caso especial en que $e_x^r = 0$, lo que a corto plazo señala como un supuesto relativamente realista, luego pone como ejemplo que $e_x^t = -0.6$, lo que implica que una baja del 10% en P_x llevará a un aumento de 6% en la cantidad demandada mundialmente. De esta manera si s expande exógenamente su producción, (y sus ventas al mercado mundial), en un volumen equivalente al 6% de X_t, dado que $e_x^r = 0$, el precio internacional descenderá en 10%. Como X_s es menor a X_t, el aumento porcentual de las exportaciones de s será obviamente mayor que el incremento porcentual respecto de las exportaciones globales; así si $X_s = X_t /3$, se tendrá que la expansión del 6% en el mercado mundial alcanzará el 18% para s con respecto a su nivel de exportaciones. En otros términos, la relación entre las dos elasticidades de demanda será:

$$e_x^s = 3\, e_x^t = -\ 1.8$$

la segunda alternativa se da cuando e_x^r es diferente de cero, en este caso Ffrench-Davis señala que e_x^s tenderá a ser más alta, ya que un descenso en el precio internacional hará retirarse del mercado internacional a algunos productores marginales del resto del mundo, dejando a s una mayor proporción del mercado y atenuando la magnitud del deterioro de la cotización internacional.

De esta manera el autor en cuestión sustenta la afirmación de que a menor participación en el mercado mundial, mayor será la elasticidad de demanda que un país s enfrentará; finalmente agrega que cuando los mercados internacionales se hallan segmentados, ya sea por barreras naturales (distancia y sus correspondientes costos de transporte), o artificiales (cuotas, aranceles, etc), las elasticidades precio que deben enfrentar los países exportadores serán menores a las que resultarían si se integraran dichos mercados en uno solo; para

ello continúa con su análisis precedente y señala que la relación (1) debe modificarse, excluyéndose aquella parte de la producción mundial que esta segregada del mercado internacional, de donde el valor resultante para e_x^s sería menor.

Si bien el análisis anterior no puede ser refutado en términos algebráicos, es cuestionable en razón de su rigidez, derivada de los supuestos implícitos que asume. En el ejemplo de Ffrench-Davis, el que un país con un tercio del mercado mundial pueda expandir su producción exportable en un 18% si los precios descienden en 10% y $e_x^t = -0.6$, es una conclusión muy rígida; no contempla la dinámica de la posible respuesta de los países del resto del mundo a la decisión original de s, la cual puede llevar a resultados impredecibles. Un buen ejemplo de esto se dio en 1985 y 1986 con el caso de los países exportadores de petróleo, ante un mercado bastante inestable a nivel mundial, algunos productores de crudo fuera de la OPEP (como Noruega y Gran Bretaña), incrementaron su producción y otros inclusive miembros del cartel (como Ecuador, Nigeria e Irak), aduciendo su condición de productores marginales sobrepasaron la cuota asignada, con el resultado de una guerra de precios provocada por algunos de los países árabes, los mayores productores, que en la práctica buscaban disminuir la participación en el mercado mundial de los países no miembros de la OPEP e hizo que Ecuador en un cambio de posición frente a su decisión original, presente en una reunión posterior de ministros de los países participantes en la OPEP, un proyecto de reducción temporal conjunta de sus volúmenes de producción.

Otro hecho que se puede presentar en algunas economías como efecto de una devaluación es un deterioro real de sus términos de intercambio; si bien como ya se señaló previamente, al existir un solo tipo de cambio no se debería afectar la relación de precios en divisas entre bienes importados y exportados al modificar domésticamente el precio de las divisas, sino solamente la relación de dichos bienes con respec-

to a los domésticos, algunos países, especialmente los pequeños monoexportadores o con pocos productos de exportación y con una estructura de importaciones diversificada enfrentan ofertas infinitamente elásticas y demandas rígidas en sus mercados de importaciones mientras que en su principal o principales productos de exportación si tienen la capacidad de influir en alguna medida en los precios internacionales. Esto hace que al producirse una devaluación los precios de las importaciones permanezcan constantes mientras que el incremento del volumen de las exportaciones reduzca sus precios.

2. Tipo de cambio y movimiento de capitales

Hasta este punto solo se han tomado en cuenta los efectos de variaciones en la tasa de cambio sobre los mercados externos de bienes y servicios, sin considerar los efectos de dichos cambios en el otro gran componente de la balanza de pagos de un país, la entrada y salida de capitales. En efecto, la capacidad de importar de un país en determinado período está dada por el valor de sus exportaciones más el ingreso de capitales, (ya sea en la forma de préstamos o inversión directa), menos los egresos de capital, (disminución neta de la inversión externa, amortizaciones, regalías, remisión de utilidades, etc).

Los efectos iniciales de una entrada de capitales foráneos es la de aumentar la disponibilidad de divisas a fin de satisfacer las necesidades internas para pagar la cuenta por importaciones; ésto hace que se presenten tendencias revaluatorias de la moneda nacional o por lo menos se diluyan las presiones devaluatorias en un momento. El efecto secundario será el de un incremento de las importaciones y una restricción de las exportaciones, precisamente debido al efecto restrictivo inicial sobre el tipo de cambio, tal como se describió en el ordinal precedente.

Como también se señaló en la sección anterior, si se parte de una situación inicial de déficit en la balanza de pagos, las autoridades económicas tendrían dos alternativas para corregir dicho desequilibrio. En la medida en que la condición de Marshall-Lerner se cumpla y las elasticidades precio de la balanza comercial sean altas, podrían decidir una devaluación que incentive las exportaciones y restringa las compras en el exterior hasta llegar a equilibrio, lo cual resulta especialmente duro en países del tercer mundo en donde la variación de precios de las importaciones genera efectos inflacionarios especulativos en toda la economía y en donde la dependencia de insumos foráneos causa desempleo y estancamiento en la expansión de la producción interna. La segunda alternativa esta dada por permitir un mayor nivel de ingreso de capitales lo cual a corto plazo evita los efectos negativos de la devaluación; el eliminar las restricciones sobre las importaciones y ampliar la capacidad de compra de bienes externos permite una expansión más acelerada del PIB.

El elevado endeudamiento externo actual de los países de Africa, Asia y América Latina muestra que la mayoría de los países del tercer mundo optaron por este segundo camino en las dos décadas pasadas, inclusive en países que tuvieron un alto incremento de sus ingresos por exportaciones como en el caso de los exportadores de petróleo, pero que, paralelamente, vieron incrementada en igual o superior magnitud sus importaciones, principalmente por el surgimiento o desarrollo de un aparato productivo dependiente de insumos foráneos y por la elevación de los patrones de consumo de la población, lo cual los condujo a situaciones de desequilibrio externo que fueron sorteadas sin modificar la paridad cambiaria, abriendo las puertas a la inversión foránea y aumentando su endeudamiento externo.

A mediano y largo plazos los efectos de este camino son opuestos. Un excesivo monto de créditos externos a un nivel muy alto de inversión foránea causará una presión muy fuerte

en la balanza de pagos: la remesa de utilidades y el servicio de la deuda comenzarán a tomar porcentajes cada vez mayores de los ingresos del comercio exterior. Este problema se torna especialmente agudo en países del Tercer Mundo en donde la apertura a capitales foráneos al congelar el tipo de cambio desestimula al sector exportador con el consiguiente estancamiento en el monto de los ingresos de divisas.

El siguiente paso en una situación de este tipo lo constituye un período de desequilibrio de la balanza del país dependiente de capitales externos, el cual se verá forzado a corto plazo a solucionar su problema ya sea contratando nuevos créditos externos o estimulando más la entrada de inversiones extranjeras, hasta el límite en que las entidades prestamistas o inversionistas consideren que es aceptable el riesgo de continuar con dicha política; o buscará incentivar las exportaciones y frenar la salida de divisas por importaciones vía caminos más tradicionales como el de una devaluación, restricciones a las importaciones, (aranceles mayores, prohibiciones, etc.), o estímulos a las exportaciones (certificados de abono tributario, subsidios, entre otros). La actual situación de la mayoría de los países de América Latina, Asia y Africa frente a su nivel de endeudamiento externo confirma la validez de este análisis.

Los movimientos de capitales no se dan independientemente del manejo económico y político que se haga en determinado país. La política cambiaria, las barreras al comercio exterior y aún la tasa de interés doméstica, pueden hacer más o menos rentable la inversión de capitales foráneos; las defensas que se adopten en contra de las presiones especulativas de entidades financieras o compañías transnacionales y la selectividad que se haga de éstas también definirán el monto de la entrada o salida de capitales externos. Por último, la estabilidad económica y política que un país ofrezca marcará las expectativas sobre el posible desarrollo futuro de las va-

riables que determinan el volumen de capitales que ingresan a una economía.

En síntesis, el movimiento de capitales tiene un impacto directo en la balanza comercial y en la determinación del tipo de cambio. Así, una mayor afluencia de créditos externos directos o créditos de proveedores, determinarán a corto plazo una mayor capacidad de importar y un tipo de cambio de equilibrio menor con efectos negativos sobre las exportaciones. A plazos mayores puede derivar en una demanda por divisas para atender los compromisos derivados del uso de los capitales externos que causen una escasez de recursos para seguir pagando las cuentas por importaciones, y fuercen una mayor dependencia de recursos financieros externos o exijan una devaluación y otras medidas complementarias de impulso a las exportaciones y desestímulo a las importaciones, como único mecanismo para restablecer el equilibrio.

3. La determinación del tipo de cambio

3.1. La paridad del poder de compra

Diversas teorías se han formulado acerca de la determinación de la tasa de cambio o de equivalencia entre las monedas de dos países, una de las más conocidas tiene como su iniciador a Cassel (1918), quien formuló el enfoque de la paridad del poder de compra entre varias monedas, el cual para dos países y en términos absolutos esta definido por la relación existente entre el índice de precios de dichos países en determinado período de tiempo así:

$$P_t = \frac{IP_x^t}{IP_y^t}$$

Donde P_t = Paridad del poder de compra en el período t, entre los países x e y.

IP_x^t = Indice del nivel de precios en el período t del país x.

IP_y^t = Indice del nivel de precios en el período t, del país y.

Esta relación entre el poder de compra de dos países será una aproximación a la tasa de cambio de equilibrio entre las monedas de dichos países, bajo el supuesto de que el mercado cambiario es totalmente libre, (ausencia de controles estatales) y que los gobiernos tampoco ejercen políticas especiales para compensar posibles desequilibrios en balanza a corto plazo.

Ningún teórico ha aceptado la posición extrema de que la relación entre el poder de compra define exactamente la tasa de cambio entre dos economías. Inclusive el iniciador de la misma, Cassel, la rechazó claramente. Las inestabilidades que a corto plazo se pueden presentar en el mercado de divisas, los fenómenos especulativos y de flujos unidireccionales y prolongados de capitales entre las economías de los distintos países, entre otros factores, pueden distorsionar el valor de equilibrio de la tasa de cambio con respecto a la paridad del poder de compra.

En este orden de ideas, la relación P_t simplemente se plantea como una variable de alta significancia en un modelo múltiple-variado que explicaría la tasa de cambio. Aún así, la teoría del valor absoluto de la paridad del poder de compra entre diversas monedas presenta varias debilidades, y en primer lugar la poca precisión de la definición en términos de su cuantificación. En efecto, el índice de precios en un país puede ser calculado en términos del deflactor de las cuentas nacionales, del índice de precios al consumidor, de los índices de precios mayoristas, de las tasas de salarios, de los factores unitarios de costos, de los diferentes factores de producción, etc.

Aún si se lograra precisar el índice exacto para establecer la relación de precios entre dos economías para calcular la paridad del poder de compra de sus monedas, surge un proble-

ma adicional y es el de definir el tipo de bienes que se deben incluir en dichos índices. Los bienes no comercializados internacionalmente aparentemente no deben influir en la fijación del tipo de cambio; los costos de transporte y otros derivados del proceso del comercio exterior crean distorsiones en la comparación del nivel de precios de bienes comercializables en los mercados externos. Haberler (1975) señala que los niveles generales de precios en diferentes países están conectados a través de los bienes internacionalmente comercializados, y que esto constituye la base en que se sustenta la teoría de la paridad del poder de compra. Sugiere que en base al índice de precios de estos últimos se deben calcular los índices para cada país. Sin embargo la frontera entre bienes exportables y exclusivos para consumo interno en un país no es algo fijo, desarrollos tecnológicos, variables como tasa de interés doméstica, nivel de salarios internos, entre otros, y aún cambios exógenos en el tipo de cambio a corto plazo, pueden aumentar o disminuir la canasta de bienes que un país puede comercializar en los mercados externos.

Una forma de evitar las distorsiones derivadas de la comparación en términos absolutos de los niveles de precios de dos economías para medir la relación del poder de compra de dos monedas, es definir esta función en términos relativos tal como desde los primeros escritos de Cassel se formuló como una alternativa dentro del mismo enfoque para tratar de aproximarse al valor de equilibrio del tipo de cambio entre las monedas de varios países.

Con la notación previamente utilizada, la paridad relativa del poder de compra en un período t, entre dos países x e y, se puede derivar a partir de un tipo de cambio de equilibrio Po, de la siguiente forma:

$$\text{Sea } P_o = \frac{IP_x^o}{IP_y^o}$$

la paridad del poder de compra entre x e y en un período de

equilibrio del tipo de cambio entre los dos países.

Un cambio en la paridad inicial, en el período t, con respecto al período inicial estará dado en función de los cambios de los índices de precios de x e y así:

$$\frac{P_t}{P_o} = \frac{\frac{IP_x^t}{IP_x^o}}{\frac{IP_y^t}{IP_y^o}}$$

Definiéndose de esta manera un movimiento del tipo de cambio con respecto a una posición inicial de equilibrio, como función de los cambios relativos de los precios entre los dos países y el tipo de cambio en el período original:

$$\frac{P_t}{P_o} = \frac{IP_x^t}{IP_y^t} \cdot \frac{IP_y^o}{IP_x^o}$$

El período de relativización del índice de poder de compra entre las dos monedas consideradas, se refiere a un "período normal", un año o un número de años en que el tipo de cambio entre los países se haya mantenido estable y en equilibrio, y en donde ninguna de las variables que afectan el comercio internacional haya presentado valores distorsionadores que sesguen en uno u otro sentido el valor de P_o.

El enfoque de la paridad relativa del poder de compra se utiliza básicamente para calcular un valor P_t de equilibrio en el tipo de cambio a corto plazo, cuando se tiene un valor de equilibrio de largo plazo. La mayor ventaja que encuentran los defensores de este enfoque sobre el alterno de la paridad absoluta, es el hecho de que se eliminan los sesgos y las imperfecciones estadísticas al relativizar con un factor correctivo de un "período normal" de la economía, el cálculo de la paridad del poder de compra entre dos países.

Si bien esta consideración puede ser cierta, se requiere que las condiciones del comercio internacional entre los dos países, o la suma de las variables exógenas que afectan las

relaciones comerciales entre los mismos, no se hayan modificado desde el "período normal" hasta el período corriente t para el cual se trata de estimar la paridad de equilibrio. Esto hace surgir un problema adicional no encontrado en el enfoque previo: la escogencia del período considerado normal o de equilibrio en el largo plazo.

La no inclusión de la variable ingreso en el cálculo de la paridad del poder de compra es vista como otra de las limitaciones de esta teoría. En efecto, no sólo los precios relativos entre dos países definen sus relaciones de intercambio sino que también la capacidad de compra de sus consumidores, medida por sus ingresos disponibles, afecta el volumen comercializado en uno u otro sentido y por ende en el valor de equilibrio de sus respectivas monedas.

La restricción del cálculo de los indíces del poder de compra, exclusivamente a los precios de los bienes comercializados internacionalmente o producidos en los países analizados, es otra limitación muy discutida de esta teoría, tanto en su enfoque de paridad absoluta como en el de relativa. Especialmente en los países de América Latina, Asia y Africa, hay factores en las cuentas del sector externo de los países, adicionales a los estrictamente incluidos en la balanza comercial, que son fundamentales en la determinación del valor de las divisas. El más importante de ellos es el relacionado con los flujos de capitales, los cuales en los países del tercer mundo presenta características muy especiales. Durante largo períodos estos países han sido importadores netos de capitales, y en la década presente y debido principalmente a las obligaciones generadas por el elevado endeudamiento externo, al menos parcialmente se han vuelto exportadores netos de capital.

Los fenómenos especulativos de corto plazo derivados de la fragilidad de los mercados de divisas y de exportaciones e importaciones de estos países tercermundistas, es otro fenó-

meno que distorsiona el valor de la tasa de cambio con respecto a la paridad de un poder de compra. En países cuyas exportaciones están definidas prioritariamente por uno o una canasta de pocos productos primarios, esta situación es mucho más evidente. El actual brusco descenso de los precios del petróleo y los efectos especulativos en las monedas de los países exportadores de este combustible son un claro ejemplo de esta situación.

Finalmente existe en los países de menos desarrollo una serie de controles internos que afectan sus relaciones comerciales con el resto del mundo y que generan distorsiones en el valor de sus monedas con respecto a una teórica capacidad de compra. Complejas estructuras de fletes, aranceles y otros costos de las importaciones, subsidios a las exportaciones, controles domésticos como niveles mínimos de salarios, control de precios de ciertos bienes, controles sobre materias primas y producción de ciertos bienes, etc., todo lo cual hace que la paridad del poder de compra en dichos países sea un reflejo muy pobre del precio de las divisas de equilibrio.

Como una alternativa a la teoría de la paridad del poder de compra de dos monedas, surgió el enfoque de la paridad de costos de producción entre dos países como una aproximación más exacta a la tasa de cambio de equilibrio especialmente en el corto plazo. Los principales exponentes de este enfoque son Brismar (1933) el primero en exponerla de un modo sistemático, Houthakker (1962) y Officer (1974) quienes, además de desarrollar el concepto de índices de paridad de costos entre países, formularon su teoría en términos precisos, los cuales se sintetizan en una conversión de los diferentes factores de producción a términos de trabajo, y una reducción de los costos de dicho factor, a términos de salarios, con una representación algebraica del tipo

$$PC_t = \frac{S_x^t}{S_y^t} \cdot \frac{PR_y^t}{PR_x^t}$$

Donde PC_t = Paridad de costos, equivalente al número de unidades de la moneda del país x por unidad de moneda del país y en situación de equilibrio.

S_x^t y S_y^t = Salarios promedio en el período de tiempo t, en los países x e y respectivamente.

PR_x^t y PR_y^t = Productividad del trabajo en el período t, en los países x e y respectivamente.

Los principales argumentos desarrollados en favor de este enfoque sobre el de la paridad del poder de compra se puede resumir en que el primero excluye de su cálculo las ganancias, componente inestable, lo que permite acercarse más a los valores de equilibrio en el largo plazo y reflejar más los cambios estructurales de largo plazo, antes que los coyunturales de corto plazo, en los cambios inflacionarios o deflacionarios de los precios. Adicionalmente la paridad de la estructura de costos provee una tasa de cambio que asigna factores de producción a aquellas industrias de bienes exportables donde el país tiene ventajas comparativas con respecto al resto del mundo.

Algunas variaciones se han desarrollado alrededor de este enfoque en los últimos años, uno de ellos es aquel que incluye el producto marginal del trabajo en x e y en lugar de la productividad. En síntesis estas formas de presentar el cálculo del tipo de cambio de equilibrio entre dos países no tiene ninguna ventaja decisiva sobre el previamente reseñado de la paridad del poder de compra y en el caso específico de los países del tercer mundo, los problemas de control de precios internos, especialmente en lo referente a regulaciones sobre salarios mínimos, de flujos continuados de capitales en una sola dirección, de cambios en el ingreso disponible de los consumidores y aún de dificultades estadísticas para el **cálculo** de los índices, subsisten en una forma enteramente similar a lo ya ampliado para el enfoque previo. Un artículo clásico para ampliar este enfoque es el de B. Belassa (1964), citado en la bibliografía.

3.2. El enfoque monetarista de la tasa de cambio

A finales de la década del 70, surgió y se desarrolló la teoría monetarista para explicar las causas y señalar posibles correctivos a desequilibrios en la balanza de pagos. En síntesis esta corriente de pensamiento cuya principal y más conocida exposición se halla en H. Johnson (1977) "The monetary approach to the balance of payments", postula que todo desequilibrio en la balanza de pagos se debe a causas monetarias. Concretamente si una economía se halla a nivel de pleno empleo, (al menos en el largo plazo), la demanda por dinero es estable y las economías externas no ejercen presiones desestabilizadoras, un déficit en la balanza comercial estará causado por un exceso del nivel de gasto sobre el del ingreso, esto a su vez es el reflejo de un excedente de dinero en circulación sobre el requerido o demandado para realizar las transacciones al nivel de producción dado. Ese excedente de dinero se dirigirá a la compra de divisas, con el deseo de adquirir bienes importados dado el supuesto de pleno empleo doméstico, lo cual será a su vez el elemento generador del déficit de balanza, el cual deberá crecer hasta lograr la misma magnitud del desequilibrio entre la oferta y la demanda por dinero doméstico.

En este orden de ideas, una medida de política cambiaria no afectaría la real causa del problema de déficit externo y se debería simplemente buscar una contracción de la oferta monetaria hasta reestablecer el equilibrio. Una devaluación podría tener únicamente efectos secundarios en la solución del problema eliminando rigideces de corto plazo y vía una reducción indirecta que causaría en la oferta monetaria, al generar efectos inflacionarios en el nivel de precios.

El enfoque monetarista en todas sus variantes, asume tasas de cambio especificadas por, o cercanas a, las paridades del poder de compra; adicionalmente las tasas de cambio se

mueven básicamente a fin de mantener las relaciones internacionales de precios definidas por las señaladas paridades.

Dornbusch (1980) realizó una presentación clara y suscinta del modelo monetarista de determinación del tipo de cambio[2], a la vez que desarrolló una serie de críticas a la real significancia del mismo, la cual se puede resumir como sigue:

En una forma logarítmica, la tasa de cambio o precio en moneda doméstica de una divisa estará dada por la relación de la paridad del poder de compra así:

$$e = p - p^*$$

Donde e es el logaritmo de la tasa de cambio,
p es el logaritmo del nivel de precios domésticos y
p^* es el logaritmo del nivel de precios del país de cuya moneda se está calculando e.

Adicionalmente el enfoque monetarista toma a los precios como determinados por la oferta nominal y la demanda real de dinero. A su vez la demanda real de dinero depende del ingreso real y la tasa nominal de interés lo cual permite definir p y p^* así:

$$p = m - ky + hi; \quad p^* = m^* - ky^* + hi^*$$

Donde m es el logaritmo de la oferta nominal de dinero,
k es la elasticidad ingreso de la demanda real de dinero,
y es el ingreso real,
h equivale al logaritmo del efecto porcentual en la tasa de interés a cambios en las disponibilidades reales de dinero
i denota la tasa nominal de interés.

Las variables foráneas son similares pero adicionalmente llevan un asterisco.

---

2 Para un estudio más detallado de este modelo ver Dornbusch. Exchange Rates and the Capital Mobility Problem. (Massachusetts Institute of Technology) Edition revised April 1980.

Combinando las dos relaciones precedentes se llega a la ecuación determinante de la tasa de cambio según el enfoque monetarista.

$$e = m - m^* + h(i - i^*) - k(y - y^*)$$

bajo el supuesto de que los coeficientes son iguales para todos los países.

Hasta este punto se tiene que un incremento en la oferta doméstica de dinero resultaría en un incremento de la misma proporción, en el valor de las divisas con respecto a la moneda local. En una forma similar, mayores tasas de interés doméstica vía encarecimiento del dinero local incrementarán los precios y finalmente se dará un efecto negativo en las tasas de cambio en una proporción definida por h respecto al cambio en el interés nominal. Finalmente un incremento en el ingreso real interno producirá una caída de precios que impactará positivamente en la tasa de cambio en una magnitud con relación al incremento de y, la cual estará determinada por k.

De esta formulación se pueden extractar más claramente los dos supuestos principales que sustentan este enfoque: primero el que las tasas de cambio están totalmente definidas por las paridades del poder de compra y segundo el encadenamiento de las variables demanda monetaria, precios y tasa de cambio, cuyos movimientos secuenciales son rígidamente asumidos por los seguidores de esta teoría.

En el acápite precedente de este trabajo ya se cuestionó la fragilidad de la teoría de la paridad del poder de compra y su refutación empírica especialmente en los países del tercer mundo; siguiendo con el trabajo citado de Dornbusch, éste muestra como para los Estados Unidos, entre 1973 y 1979, a pesar de que el nivel de precios promedio anual, fue menor que el de otros países industrializados, (8.5% contra 10.5%), con un saldo negativo de 2% en favor de los precios de Estados Unidos, el dólar sufrió una pérdida de valor anual promedio del 1% durante el mismo período, obteniéndose de esta

manera una devaluación real anual promedio de 3% del dólar estadounidense con respecto a las monedas de los países con quienes se realizó la comparación, lo cual está en contra de lo esperado, según el funcionamiento teórico del modelo monetarista.

En los años transcurridos de la década de los 80, la situación ha sido inversa; mientras que por una parte la inflación promedio de los Estados Unidos ha sido mayor que la del resto de países de la OECD[3], el dólar norteamericano aumentó su valor frente a las monedas de los otros países desarrollados, lo cual también contradice las expectativas del enfoque analizado.

Una forma alternativa de ver las interrelaciones entre el mercado monetario doméstico, el mercado de bienes y la tasa de cambio se encuentra en el modelo Mundell-Fleming, del cual a continuación se hace una presentación suscinta.

Primero se asume un país que enfrenta una tasa externa de interés fija, (lo cual puede ser válido cuando se habla de países del tercer mundo), y una perfecta sustituibilidad de inversiones domésticas y foráneas, lo cual lleva a igualar la tasa de interés interna con la dada del resto del mundo.

Adicionalmente, el modelo asume una elasticidad infinita en la oferta de importaciones a un precio dado en divisas, (lo cual también puede ser válido para países pequeños), trabaja conn precios reales y hace una clara diferenciación entre el mercado de bienes Y, (el cual depende del gasto doméstico agregado G y el excedente en balanza comercial E), y el mercado de dinero M.

Dentro del mercado de bienes, el componente gasto doméstico depende de la tasa de interés interna y del producto interno. El excedente de balanza por su parte estará definido por la demanda foránea por bienes domésticos, la cual es una

3 Alemania, Japón, Gran Bretaña, Canadá y Francia.

función de la tasa de cambio y por el gasto doméstico en bienes importados, a su vez dependiente del nivel de ingresos y de la composición del gasto interno, que se dividirá entre bienes nacionales y foráneos según la relación a los precios relativos de estos dos tipos de bienes, precios relativos que en este modelo se asimilan a la tasa de cambio.

En el mercado monetario se tiene una oferta de dinero la cual es exógena al modelo y una demanda que depende básicamente de la tasa de interés doméstica y del nivel del producto interno.

Por último, el punto de equilibrio de la economía, (y por consiguiente la determinación del tipo de cambio de equilibrio), se encontrará en el momento en que se den conjuntamente situaciones de equilibrio en los dos mercados.

Una vez señaladas las anteriores premisas, se puede sintetizar el modelo Mundell-Fleming con las relaciones que se especifican a continuación. El equilibrio en el mercado de bienes estará definido por:

$$y = g\,(i,y) + e\,(t,y)$$

Donde y es el producto doméstico,
g es el gasto agregado interno,
i es la tasa de interés doméstica,
e señala el excedente en balanza comercial y
t representa la tasa de cambio en términos de moneda local.

Aquí el coeficiente $G_i < 0$ denota la relación inversa entre tasa de interés y volumen de gasto, $G_y > 0$ equivale a la propensión marginal al consumo, $E_t > 0$ implica que a mayor tipo de cambio se tiene un mejor saldo en balanza, en otras palabras que la condición Marshall-Lerner se cumple, y finalmente $E_y < 0$ iguala con signo negativo a la propensión marginal a consumir bienes importados.

En el lado del mercado monetario se tiene que la condición de equilibrio se define como:

$$L = M(i,y)$$

Donde L denota la oferta de dinero, la cual se asume como dada en el modelo y
M es la demanda por dinero.

En este caso $M_i < 0$ muestra la relación inversa entre cambios en la tasa de interés y cambios en la demanda monetaria y
$M_y > 0$ señala el hecho de que ante una velocidad de circulación del dinero constante, un mayor nivel de producto demanda un volumen mayor de dinero.

Finalmente se tiene que la tasa de interés doméstica i también es constante en el modelo, dado que ésta se iguala con la tasa de interés foránea que es fijada exógenamente[4]. Según esto y regresando a las relaciones previas de equilibrio, se concluye que en el mercado de bienes existe toda una gama de posibilidades de equilibrio: básicamente el conjunto de pares ordenados (y,t) que cumplen la condición de la primera relación.

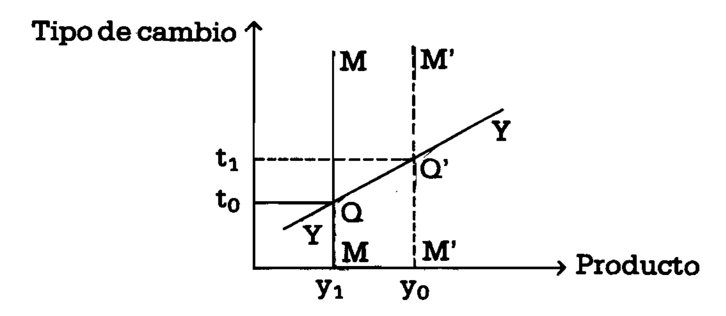
En el mercado de dinero, por otra parte, dado que tanto la oferta monetaria como la tasa de interés son exógenas, la condición de equilibrio será satisfecha solamente por un nivel de producto interno, (aquel que genere una demanda monetaria igual a la oferta dada), independientemente de la tasa de cambio que prevalezca en la economía.

Gráficamente se puede representar estas conclusiones en la forma que se observa en la siguiente figura:

4 Esto presupone que se está hablando de un país pequeño que no tiene capacidad de influir en la tasa de interés foránea.

FIGURA N° 4

Equilibrio en los mercados de bienes y de dinero



Donde la función YY muestra las combinaciones de producto doméstico y tipo de cambio que equilibran el mercado de bienes y la recta MM hace lo mismo respecto a los posibles niveles de producto y tipo de cambio que equilibran el mercado de dinero. Por último, el corte de las dos líneas, el punto Q, señala que el equilibrio de la economía se dará con un producto interno equivalente a Y_0 y un tipo de cambio igual a t_o.

La pendiente positiva de la función YY implica que a un incremento en y, se produce un excedente en la oferta de bienes domésticos que, dada una composición de las importaciones y las exportaciones, presionará una devaluación para mejorar (en términos absolutos), la balanza comercial y lograr que el excedente sea absorbido al nuevo nivel de producto alcanzado. Otra vez, este supuesto implica el cumplimiento de la condición Marshall-Lerner.

Ante un cambio, por ejemplo en la oferta monetaria, el modelo funcionará señalando primero que al nivel de equilibrio inicial, hay un exceso de oferta de dinero, el cual, a fin de restablecer el equilibrio (con la tasa de interés fija), fuerza un crecimiento de y. Esto se refleja en la figura N° 4 con el desplazamiento de MM hasta M' M' que determina el nuevo nivel de producto y_1. Paralelamente debe darse un proceso de ajuste de la economía, hasta llegar al nuevo punto de equilibrio Q', como ya se señaló, alguna proporción del exceso de oferta

de bienes debe fluir a los mercados internacionales, lo cual se logra mediante una devaluación, para finalmente llegar a un nuevo equilibrio con el producto en Y_1 y el tipo de cambio en t_1.

El enfoque monetarista de la balanza de pagos ha sido fuertemente criticado desde su aparición. Especialmente Ffrench-Davis (1979) muestra como la rigidez de los supuestos de pleno empleo, plena ocupación de los factores productivos, estabilidad en la demanda por dinero y homogeneidad y equilibrio de las distintas economías, entre otros, lleva a conclusiones igualmente rígidas y simplistas como es la de sintetizar en una causa única, exceso de oferta monetaria, todo el problema del sector externo de una economía. Analizando especialmente la situación real de los países del tercer mundo, en donde hay altas tasas de desempleo y subutilización de recursos y en donde las relaciones de éstos con los países desarrollados, abastecedores de materias primas elaboradas y bienes de capital principalmente y compradores de productos primarios, no son equilibrados sino que se caracterizan por constantes presiones que deterioran los términos de intercambio. Realmente el modelo monetarista puro resulta poco práctico.

3.3. El modelo de dos brechas

Otra manera de presentar el problema del sector externo está dada por los modelos llamados de dos brechas.[5] Bajo este enfoque típicamente keynesiano se parte de una diferenciación entre la demanda agregada o interna y la demanda efectiva. La primera incluye la suma de todas las transacciones hechas en el mercado interno de bienes y servicios, sin consideración del origen doméstico o foráneo de los mismos; la segunda en cambio se refiere a los gastos en bienes y servi-

5 Un desarrollo de este modelo con citas de ensayos de varios expositores de esta corriente se encuentra en Ffrench-Davis (1979) Pág. 160-169.

cios producidos en el país sin importar si su destino es el mismo mercado local o mercados del exterior.

De acuerdo a las conocidas ecuaciones descriptivas de los componentes de la demanda agregada, la suma de todos los gastos que se efectúan en el mercado doméstico estará dada por la relación

$$DA = C + S + T + M$$

Donde DA = Demanda agregada
C = consumo doméstico
S = ahorro
T = impuestos pagados al gobierno
M = importaciones.

Esta relación señala el destino de la demanda, la cual se canaliza al consumo de bienes y servicios domésticos, se ahorra, se paga al estado en forma de impuestos o, por último, se destina al pago de bienes importados.

La demanda efectiva por su parte señala el valor del producto interno y se pueden señalar sus posibles destinos según la función.

$$DE = C + I + G + X$$

Donde DE = Demanda efectiva o producto interno
I = inversión doméstica
G = gastos del gobierno
X = exportaciones

De la anterior relación se concluye que el producto interno se destina a bienes de consumo, de inversión, bienes para el estado o bienes para ser exportados al resto del mundo.

Si se supone que no hay variaciones de inventarios por lo menos en el período analizado, se tendrá que la demanda agregada o suma del gasto interno será igual a la demanda efectiva o valor de los ingresos percibidos en el país, sea en el propio mercado o en mercados foráneos. De ésto y en base

a las dos relaciones previamente indicadas se tiene que, después de algunas operaciones algebráicas, la diferencia DE − DA se reduce a

$$(M-X) = (I-S) + (G-T)$$

Donde en términos ex-post, el lado izquierdo de la ecuación indica el saldo neto o brecha en balanza comercial, (en un modelo más elaborado se puede llegar al saldo incluyendo el movimiento neto de capitales), y el lado derecho equivale al saldo neto o brecha del ahorro privado más el ahorro del gobierno.

Este tipo de modelo, llamado de dos brechas (brecha del comercio externo y brecha del ahorro interno), si bien constituye una identidad una vez cumplido el período de referencia, en términos ex-ante o de planeación económica permite ver el problema de equilibrio en una forma más integral. Un posible déficit en balanza comercial puede financiarse con un excedente de ahorro estatal, privado, o mediante una combinación de ambos; por ejemplo si se desea un presupuesto del estado equilibrado, (no excedentes ni déficits), se puede "anticipar" un déficit en el sector externo, para ser financiado por el sector privado, en donde para el monto del señalado déficit esperado se cumpla.

$$M - X = I - S$$

dado que el último término de la relación del modelo, se iguala a cero.

En este orden de cosas no es ya el lograr un saldo nulo en las relaciones de comercio exterior, la única condición de equilibrio, sino que las autoridades económicas pueden aplicar diferentes medidas de política cambiaria, monetaria, fiscal, etc., con el fin de lograr valores socialmente óptimos de las variables del modelo, con la única restricción de lograr en términos ex ante la igualdad de las brechas de ahorro doméstico y déficit comercial externo.

Los efectos de una variación del tipo de cambio sobre la demanda agregada, sobre la composición de ésta y sobre la producción, pueden ser analizadas desde un modelo de dos brechas como el descrito. En efecto, partiendo de una situación inicial dada e introduciendo una devaluación, se tendrá un impacto inicial de modificación de la demanda agregada. Así, al encarecerse en términos de moneda local los bienes importados, éstos serán sustituidos por similares de producción nacional; en la medida en que tal cambio se pueda dar, el volumen de la demanda agregada no debería variar sino solo modificarse su estructura. De haber rigideces en dicha sustitución, habría una tendencia contraccionista en el agregado por los efectos inflacionarios derivados la devaluación, tendencia ésta que podría a su vez ser minimizada con políticas monetarias o fiscales efectivas. Para simplicidad del análisis aquí se supone solamente variaciones en la composición de dicha demanda agregada.

En una forma paralela la demanda por exportaciones también tenderá a incrementarse; al obtener más unidades de moneda local por sus divisas, los exportadores pueden disminuir sus precios internacionales y aumentar sus ventas.

Así, tanto por el lado del fomento a la sustitución de importaciones como por la promoción de las exportaciones, una devaluación tiene efectos positivos en la producción interna de una economía y en términos del modelo expuesto hay una tendencia al incremento de la demanda efectiva DE, tanto por el lado de sus componentes internos (consumo e inversión) como por el componente transado en los mercados externos.

Varias condiciones se deben dar para que este análisis sea válido en una economía dada. En primer lugar se requiere que haya desempleo y subutilización de capacidad productiva a fin de que pueda operarse la sustitución de importaciones y el incremento real en las exportaciones. Adicionalmente se requiere que la condición de Marshall-Lerner se cumpla,

es decir que las elasticidades precio en los mercados externos (importaciones y exportaciones) tengan la flexibilidad necesaria para que el proceso de cambio en la demanda se produzca.

En la medida en que la subutilización de recursos sea mayor y se encuentre más homogéneamente distribuida en los distintos sectores productivos de la economía, el efecto reactivador de una devaluación será mayor. El problema puede ser enfocado desde el concepto de costos y rentabilidades marginales en donde al producirse un aumento del valor de las divisas en términos de moneda local por un monto fijo dado, una mayor disponibilidad de recursos ociosos dará lugar a que en valores absolutos los dueños de una mayor cantidad de éstos encuentren que es marginalmente rentable el vincularlos a la producción, sea para la sustitución de importaciones o para incrementar el volumen de exportaciones.

Si la subutilización de factores productivos se halla dispersa en todos los sectores productivos y adicionalmente la tecnología incorporada en éstos permite una movilidad de ellos entre distintas actividades económicas, los efectos positivos de una devaluación pueden ser mayores y más regularmente distribuidos. En caso de existir diferencias sustanciales en la tasa de utilización de recursos en las diferentes áreas de producción y presentarse rigideces en la movilidad de factores entre distintas alternativas, los efectos de la medida devaluatoria pueden ser muy diversos, aumentando las diferencias intersectoriales y agudizando los cuellos de botella que impiden un crecimiento homogéneo del producto.

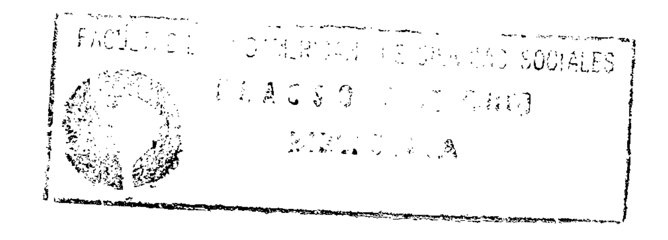
Un efecto secundario que puede causar una devaluación, como consecuencia de la reactivación inicial del producto, estará dado por la expansión de la capacidad de compra de los consumidores los cuales generarán un aumento de la demanda agregada DA, tanto en términos de efecto multiplicador interno a favor de nuevos estímulos a la producción, como en

incremento de importaciones, lo cual puede contrarrestar parcialmente el efecto inicial en la balanza comercial.

En síntesis, una devaluación genera estímulos para incrementar la producción, (demanda efectiva), y reducir un déficit o ampliar un superávit en la balanza comercial; en términos de las dos brechas, a reducir magnitudes negativas o incrementar valores positivos en la igualdad (M−X) = (I−S) + (G−T), y cabe recordar aquí que no necesariamente el anular dichas brechas debe ser el objetivo de una medida de política cambiaria, sino el de buscar valores de las variables involucradas en la condición de equilibrio, que mantengan la igualdad en términos ex-ante y que sean óptimos en términos sociales.

En forma similar, una revaluación tendrá efectos opuestos: desestímulos de las exportaciones y sustitución de bienes nacionales por similares importados, los cuales resultarán más baratos en términos de moneda local, lo que derivaría en disminución del nivel de producción, aumento del desempleo y subutilización de los factores productivos.

CAPITULO III
Política cambiaria y sus efectos en los agregados económicos



1. Introducción

Hasta este punto se ha hecho una revisión de los efectos generales de una modificación en el tipo de cambio sobre el sector externo de una economía; básicamente se ha analizado la forma en que una devaluación estimula los procesos de sustitución de importaciones y de incremento de las exportaciones, con un efecto neto positivo en la balanza comercial-reducción de un déficit o ampliación de un superávit-sujeto a que las elasticidades precio en los mercados externos cumplan con determinadas características (condición de Marshall-Lerner). Adicionalmente se hizo mención al efecto derivado en el movimiento de capitales, en la producción interna y en el empleo de los factores productivos.

En este capítulo se analizará a mayor profundidad los efectos de los diferentes modelos de política cambiaria en las principales variables que determinan el comportamiento de una sociedad económica.

La política cambiaria puede ser dirigida por las autoridades económicas de un país de muy diversas formas; desde la designación de un tipo de cambio fijo independiente de las condiciones del mercado, hasta la flotación o liberación de la tasa a las fuerzas del mercado, con lo que el tipo de cambio se determina sin participación estatal. Entre estos dos extremos se encuentran varias posibilidades intermedias tales como la de fijar rangos en los que la cotización de las divisas

puede flotar y puntos extremos a partir de los cuales intervendrían las autoridades económicas o las más comunes en países del tercer mundo como son la de tasas de cambio múltiples y la de minidevaluaciones diarias.

2. Tipo de cambio fijo

Una política cambiaria basada en la meta de mantener estable la cotización nominal de las divisas en términos de moneda local requiere que las otras variables económicas domésticas que tienen incidencia en el comercio exterior permanezcan constantes y que las condiciones externas que afectan al país tampoco varíen. En el caso de economías inestables, en donde se dan cambios estructurales en plazos relativamente cortos, una tasa de cambio fija tiene efectos negativos. Especialmente en los países del tercer mundo, en donde las variaciones en producción, la composición de la demanda agregada, las posibilidades de comercio con el extranjero y las necesidades de capital foráneo son muy dinámicas, se requiere que el tipo de cambio sea manejado con una política cambiaria activa que se adapte a las condiciones cambiantes de la economía.

Una de las variables más dinámicas en casi todos los países tercermundistas es el índice de precios. Una elevada inflación enfrentada a una tasa de cambio fija en valores nominales hará que la cotización real de las divisas baje, lo cual equivale a una revaluación en términos reales, con el consiguiente efecto negativo en la balanza de bienes y servicios; se estimularían las importaciones en detrimento de las exportaciones, adicionalmente la deterioración de la relación de precios entre bienes importados y domésticos afectará la producción interna generando desempleo y subutilización de los factores productivos; también el divorcio entre tasa de cambio e inflación doméstica tendrá efectos sobre la distribución del ingre-

so con resultados concentradores en la medida de que el desempleo generado sea mayor.

A corto plazo los patrones de consumo de la población pueden aumentar con una política cambiaria rígida; el abaratamiento de las importaciones hace que éstas entren masivamente a los mercados domésticos lo cual debido a las ineficiencias de las industrias de los países de la periferia comparadas con sus similares de los países desarrollados, redunda en mejor calidad, mayor variedad y menores precios de los bienes ofertados a los consumidores. A mediano y largo plazos esta situación es insostenible ya que los consumidores pierden poder adquisitivo como consecuencia del desempleo generado y la concentración del ingreso, se produce un desequilibrio entre el ingreso y el gasto agregados y en algún momento la población se ve forzada a usar sus ahorros de períodos pasados para mantener los niveles de consumo logrados. Una vez agotado el recurso del ahorro, la capacidad de compra de los consumidores se deteriorará y causará una reducción en la demanda agregada, los inventarios, especialmente de bienes foráneos, aumentarán en detrimento del nivel de importaciones futuras, y los niveles de consumo de la población caerán. Este ciclo ha tenido una comprobación empírica muy clara especialmente en algunos países de América Latina durante los años finales de la pasada década y los primeros de la actual.

El caso de Chile puede ser tomado como un ejemplo específico en donde, a partir del cambio de modelo económico luego del golpe de estado de 1973, se adoptó una política de tasa de cambio fija la cual, tras un primer impacto positivo que permitió a la mayoría de los consumidores adquirir bienes importados de toda clase y a precios moderados, tuvo que ser abandonada a finales de la década para iniciar un proceso devaluatorio continuado, buscando frenar el paro en la industria local al borde de la quiebra y el exagerado gasto en importaciones, el cual llegó a rebasar la capacidad de compra de los consumi-

dores dejando a numerosas personas pauperizadas y sin posibilidades de pagar las cuotas de los créditos que habían obtenido (principalmente en divisas) para pagar sus facturas de consumo.

Si un proceso inflacionario tiene su origen en causas exclusivamente monetarias y hay flexibilidad de precios a la baja, podría mantenerse una política de tasa de cambio fija y solucionar los problemas del ciclo descrito con medidas de corte monetarista; exclusivamente con control sobre la masa de dinero. Desgraciadamente esa no es la realidad de los países del tercer mundo donde el proceso inflacionario obedece a causas estructurales económicas y aún políticas y en donde los fenómenos especulativos unidos a la debilidad de los sistemas de control de precios hacen totalmente rígidos los precios hacia una posible reducción. En esta situación la política monetaria y aún su combinación con medidas de tipo fiscal son insuficientes y se precisa de una actualización del valor de las divisas de acuerdo con las variaciones de los precios de los demás bienes económicos. En realidad bajo esta perspectiva una devaluación viene a ser, antes que una decisión de aumentar el valor de las divisas, un reconocimiento de una realidad como lo es la pérdida de valor que a la moneda doméstica ha causado la inflación.

En adición a los efectos posibles de una política de tipo de cambio fijo en la balanza comercial, también se presentan tendencias negativas en lo referente a flujo de capitales cuando un país mantiene un proceso inflacionario alto. Primero cabe recordar que el índice de precios y tasa de interés doméstica son dos variables estrechamente correlacionadas y que deben variar en magnitudes muy similares a fin de mantener los márgenes reales de rentabilidad del capital doméstico (interés nominal menos inflación interna), lo cual aumenta la rentabilidad del capital foráneo en la medida de que la inflación en el exterior es nula o al menos inferior a la interna. Consecuentemente una inflación alta incentivará la entrada de

capitales externos, lo que a su vez podrá permitir el mantener por un tiempo más la tasa de cambio fija. La entrada de capitales en estos casos de estabilidad cambiaria se da por distintos conceptos, por una parte los consumidores locales se ven incentivados a financiar sus importaciones con créditos externos, con tasas de interés nominales no afectadas por el proceso inflacionario doméstico, y por otra parte los inversionistas extranjeros concederán préstamos de corto plazo, atraídos por los altos intereses internos frente a un valor constante de la divisa.

A pesar de la aparente bonanza económica inicial derivada de la entrada de capital externo, el hecho real que se estará dando en un país con una situación como la descrita, será el de una transferencia neta de recursos internos hacia el exterior beneficiando principalmente a las entidades financieras prestamistas y en algo a los nacionales que tienen acceso a los créditos externos. Quien asumirá los costos de esta política será el estado que recibe divisas a un precio y luego las debe devolver a un valor real muy inferior. Como efecto secundario, la mayoría de la sociedad que no efectúa transacciones en divisas será afectada por el hecho de vivir en una sociedad más pobre.

Como se señaló más atrás, la situación de tasa de cambio fija unida a procesos de inflación altos es insostenible en países del tercer mundo y las expectativas ante las presiones de una futura necesaria devaluación terminan por invertir el sentido del flujo de capitales. Muchos de los capitales que entran al tercer mundo con plazos cortos especialmente, son capitales con una gran movilidad y que emigran de un país a otro a la menor señal de que sus ganancias especulativas pueden ser afectadas; otra vez el Chile de Pinochet o la Argentina de Martínez de la Hoz son buenas comprobaciones empíricas de los cambios de sentido de los flujos de estos capitales foráneos especulativos, conocidos también con el nombre de "capitales golondrina" por su alta capacidad de movilización

cuando las expectativas de rentabilidad en un país se modifican significativamente.

De lo expuesto hasta ahora tanto en el mercado de bienes y servicios como en el flujo de capitales, se tiene que como culminación del ciclo iniciado por un proceso inflacionario alto, unido a tasas de cambio fijas en países del tercer mundo, se llega a una excesiva acumulación de inventarios de bienes importados y una fuga de capitales de corto plazo. Ambos fenómenos llevan a incrementar el déficit en balanza de pagos y a una disminución de reservas internacionales, lo cual obligará a las autoridades económicas a tomar medidas diferentes a las puramente monetarias para protegerlas.

Como alternativas extremas previas a una devaluación y tratando de mantener su política de tipo de cambio fijo, se pueden buscar mayores créditos externos para financiar el déficit, o la refinanciación de la deuda ya contraída a fin de disminuir la presión en cuenta corriente, lo cual tendrá su límite cuando los organismos prestamistas consideren que se ha llegado al límite de la capacidad de endeudamiento del país. También se pueden fijar restricciones a las importaciones que eviten el agrandamiento del déficit comercial, lo cual se operacionaliza a través de barreras aduaneras, cuotas, aranceles mayores, prohibiciones o licencias previas de importar, etc. También esta política tiene un límite, especialmente en los países de América Latina, Asia y Africa, con aparatos productivos y necesidades de consumo dependientes, y dicho límite estará marcado por el punto en que el costo adicional de dichas restricciones a las importaciones supere los valores máximos que permiten el desarrollo de las actividades socialmente rentables.

Adicionalmente, y suponiendo que medidas como las señaladas permitan a corto plazo el mantener fija la tasa de cambio, no se estaría dando soluciones de tipo estructural a los problemas ni de déficit en balanza comercial ni de fuga de

capitales foráneos; simplemente se estaría logrando el dilatar por unos años la estrangulación de los mismos. Las actuales refinanciaciones de la deuda externa latinoamericana y los nuevos créditos "stand-by" que se están logrando son claros ejemplos de como un problema de sobreendeudamiento externo simplemente se transfiere quizás hasta los inicios de la década próxima, en medio de una opinión creciente y cada vez más generalizada de que la deuda externa de dicha región llegó a límites que hacen imposible su pago.

Por último y para terminar con este acápite, es de resaltar un problema adicional que enfrentan los países del tercer mundo para buscar salidas de tipo regulador ~~de los flujos de~~ bienes importados o de endeudamiento exagerado, el cual está dado por las presiones que sobre las autoridades económicas de dichos países ejercen los organismos financieros internacionales encabezados por el FMI. Estos con concepciones claramente neoclásicas, se oponen a cualquier tipo de restricciones en el comercio exterior o a controles estatales en el tipo de cambio, como condiciones previas que los países deben satisfacer para lograr la renegociación de sus compromisos con los acreedores externos y la ampliación de sus cupos de endeudamiento.

3. Tipo de cambio libre

En el otro extremo del enfoque anterior se sitúa la teoría librecambista de política cambiaria. Esta línea de pensamiento propugna por una total liberalización de este instrumento de control económico, aboga por la total libertad de fluctuación del valor de las divisas, el cual debe ser determinado únicamente por las fuerzas de la oferta y la demanda sin mediar intervención alguna de las autoridades económicas de un país.

Varios argumentos han desarrollado los librecambistas a fin de sustentar su teoría. Primero han señalado los proble-

mas y aún la imposibilidad de sostener a largo plazo una tasa de cambio fija, tal como se señaló en el acápite anterior. Luego, después de reconocer que una devaluación si es útil para reducir un déficit en balanza, y de que comprobaciones empíricas han demostrado que las elasticidades precio de los mercados externos en general sí cumplen con la condición de Marshall-Lerner, señalan que nadie mejor que el propio mercado puede determinar las magnitudes y los momentos en que dichas devaluaciones son necesarias, (o revaluaciones bajo ciertas circunstancias), para mantener el equilibrio en el sector externo de una economía; señalan que los oferentes y los demandantes de divisas, libres de presiones estatales, serán los mejor informados y los que poseen los instrumentos más ágiles, para conducir el tipo de cambio a través de valores óptimos no solo para mantener el equilibrio en la balanza de pagos sino para lograr la tasa de desarrollo óptima en términos sociales.

Si bien tienen razón los seguidores de esta línea de pensamiento acerca de los problemas derivados de la política de tasa de cambio fija y parcialmente en cuanto a la disponibilidad de información y herramientas de acción en el mercado de divisas, a estas posiciones extremas se les pueden hacer todas las críticas ya conocidas con que se rebaten los enfoques neoclásicos. Básicamente el hecho de que detrás de su argumentación se dan de manera implícita o explícita los supuestos de perfecta competitividad del mercado, la estabilidad de los términos de intercambio, la ausencia de fuerzas especulativas que distorsionen las previsiones de oferentes y demandantes de divisas y por sobre todo que las tendencias de largo plazo de cambio de la economía son lo suficientemente estables como para que el mercado las pueda prever correctamente y tomar las medidas adecuadas en términos de variaciones en el tipo de cambio.

La realidad de los países del tercer mundo es que los mercados externos no son competitivos; especialmente por el

lado de las exportaciones se tiene que uno o muy pocos productos son determinantes del valor total de las mismas y que dichos renglones están controlados por muy pocas personas. Peor aún, muchas veces tanto en términos de importación de materias primas o bienes de consumo final como en la exportación de productos primarios o industrializados nacionales, el control de la parte más significativa de estas operaciones está en manos de empresas filiales de transnacionales, por lo que en un mercado libre de divisas, estos monopolistas tendrán libertad de mover el valor de las divisas, no en términos socialmente óptimos, sino en beneficio de sus intereses personales o de grupo. Mediante juegos especulativos pueden obtener ganancias extraordinarias en base a la incertidumbre y a la inestabilidad deliberada que causarían no solo en el mercado cambiario sino en toda la economía, dado el alto grado de dependencia de los ingresos totales de algunos países, incluso de algunos desarrollados, de los recursos logrados en el extranjero.

Mención especial merecen las economías en donde su sector externo está en manos de filiales de transnacionales. En esos casos se podría llegar a que una variable tan importante en el contexto general de la economía de un país, como lo es la tasa de cambio, sea determinada por decisiones tomadas en el extranjero, con la pérdida que ello supone en términos de la soberanía económica y política de un país.

También existe un buen número de países del tercer mundo que han nacionalizado sus principales actividades productoras de exportables, tal es el caso de los países exportadores de petróleo y los de varios minerales. En este caso el gobierno tiene la capacidad de intervenir en la fijación de la tasa de cambio y aún cuando aparentemente su determinación se deje libre al mercado, de hecho las autoridades económicas tendrán el mismo poder de contrarrestar posibles desequilibrios en el sector externo, que tendrían de ejercer una política cambiaria controlada.

Otro posible efecto negativo derivado de una política librecambista está dado por las excesivas fluctuaciones de corto plazo que puede tener el valor de las divisas, generando inestabilidad e incertidumbre en cuanto al futuro del comercio exterior. Las variaciones de los términos de intercambio por ejemplo pueden ser significativamente altas y a muy corto plazo en determinados países, (en América Latina durante el período 1971-1975, los términos de intercambio tuvieron una variación anual media del 12%), lo cual envía señales confusas al mercado de divisas, en donde se podría modificar la cotización de las monedas extranjeras con un horizonte estrecho de coyuntura y no de acuerdo a las tendencias de largo plazo, lo que sería necesario para mantener la estabilidad de la economía.

Si modificaciones de corto plazo de los términos de intercambio causan variaciones paralelas en la cotización de las divisas, se generará incertidumbre y expectativas poco claras que entorpecerán las decisiones de los productores de exportables o de posibles sustitutos de importaciones, acerca de las cantidades y precios con que participarán en futuros períodos en los mercados externos e interno, con el consiguiente costo económico para la sociedad. Estabilidad en la tasa de cambio, o al menos expectativas precisas sobre sus posibles valores futuros, son condición necesaria para optimizar las decisiones de qué, cómo y cuánto producir en términos de los bienes exportables o los posibles sustitutos de importaciones ya mencionados.

Ya se señaló en este trabajo la relación entre la inflación doméstica y la tasa de cambio. Una economía estable con tasas de inflación bajas, no tendría problemas por este lado en que el valor de las divisas se determine libremente en los mercados. Sin embargo, en las economías tercermundistas, donde los índices de variación de los precios además de ser muy altos, son muy inestables e impredecibles hacia el futuro, las variaciones que ocasiona en la tasa real de cambio forzaría a

cambios sucesivos en los valores nominales y se tendría una situación enteramente similar a la expresada en el párrafo anterior referente a los términos de intercambio. En esta, el mercado no distinguiría entre fluctuaciones de corto plazo y tendencias en la fijación del precio de las divisas, llegando a que las variaciones del índice de inflación interna afecten el valor real de las divisas, enviando señales distorsionadoras a los centros de decisión de la producción de bienes sujeto del comercio internacional.

Un problema adicional se presenta en la relación términos de intercambio-valor de las divisas: se observa con cierta frecuencia modificaciones inesperadas y de gran magnitud en los términos de intercambio de países cuya composición de las exportaciones se concentra en uno o en pocos productos. El caso de Colombia y Costa Rica en 1986, que súbitamente y debido a problemas climatológicos en Brasil vieron triplicado el precio del café, generador de más del 50% de sus divisas en lo que se ha llamado una nueva "bonanza cafetera", o en el otro extremo el caso de Ecuador, Venezuela y México, cuyos términos de intercambio se vieron fuertemente golpeados por la decisión de la OPEP de defender su participación en el mercado de petróleo, tiene consecuencias que en un libre mercado de divisas movería muy fuertemente el tipo de cambio, con efectos incontrolables sobre otros sectores dependientes del mercado internacional. Esto a su vez rompería el equilibrio de las distintas actividades económicas. Muchas veces las fuerzas exógenas que motivarían en un mercado libre una devaluación o una revaluación de las divisas, deben ser reguladas por una autoridad estatal con visión integral de la economía y que pueda prever los efectos en cada sector, de una alteración en el tipo de cambio, permitiendo que ésta ocurra únicamente hasta el punto en que se maximicen los beneficios o se minimicen los costos sociales de tal variación.

4. Política cambiaria planificada

Frente a las posiciones extremas de tipo de cambio fijo y de libertad absoluta del mercado, en los países del tercer mundo comenzaron a surgir modelos alternativos de manejo de la política cambiaria. Chile y Colombia desde finales de la década de los sesenta son quizás los pioneros en América Latina en esta materia. Las condiciones frecuentemente cambiantes de las principales variables económicas que afectan el tipo de cambio y los problemas que ésto causaba en el frágil equilibrio del sector externo de la mayoría de los países del tercer mundo al seguir los patrones de uno u otro modelo cambiario, llevó a los estudiosos de las ciencias económicas y a los gobiernos de dichos países a salirse del debate entre librecambistas y propugnadores de tasas de cambio rígidas y buscar soluciones propias no tradicionales las cuales tienen como denominador común el papel activo del estado en la política cambiaria, el cual fija una o varias tasas de cambio y las reajusta periódicamente sea de forma automática o mediante sucesivas intervenciones directas.

Las principales opciones resultantes de este enfoque, las cuales en la práctica se aplican aisladamente o en forma combinada son:

1. mini-devaluaciones
2. tasas múltiples de cambio

4.1. Mini-devaluaciones

Este sistema de acción cambiaria del estado, se llama así porque consiste en dividir la devaluación que se estima como óptima para un período de un año o más, en pequeñísimas devaluaciones que se suceden de manera automática y constante todos los días. Este mecanismo ha sido usado con mucho éxito en países como Colombia, en donde desde hace 20 años no se ha dado una devaluación abrupta sino que el tipo de

cambio se ha ido ajustando a los cambios de las condiciones del sector externo con el proceso constante de modificar diariamente en unos centavos de peso, el valor de las divisas.

Los beneficios que se buscan con este mecanismo de política cambiaria planificada son varios. Además de evitar la serie de problemas ya expuestos, al adoptar un modelo librecambista o de tasa de cambio fija, se trata de evitar los efectos negativos al interior de la economía, que necesariamente se derivan de una devaluación brusca.

Más específicamente, al existir condiciones cambiantes que afectan el sector externo de una economía como es el caso de los países del tercer mundo, las expectativas de futuras devaluaciones y la incertidumbre sobre la magnitud y la fecha en que éstas ocurrirán generan movimientos especulativos de capitales, tanto foráneos como domésticos. Estos se ponen a la caza de posibles ganancias extraordinarias, lo cual no se traduce en ningún beneficio para las actividades productivas sino que contrariamente puede desestimular la inversión en los sectores cuyos excedentes en determinado momento pueden o ser más rentables en el mercado financiero especulativo, o estar más seguros en depósitos en el exterior, libres de los efectos de una posible devaluación interna. Cuando se predetermina mediante el mecanismo de minidevaluaciones, el valor exacto de las divisas para un período más o menos largo de tiempo en el futuro, se anulan las expectativas e incertidumbre sobre el tipo de cambio y se eliminan, o al menos se minimizan, los movimientos especulativos de capital y los incentivos para que los excedentes de las actividades productivas se distraigan o se fuguen del país en forma de divisas.

Adicionalmente se señaló ya el efecto inflacionario de una devaluación. Este fenómeno en la realidad del tercer mundo va más allá del incremento en los costos de producción o de la parte del consumo correspondiente a bienes im-

portados, sino que a falta de controles rígidos y deriva en una inflación especulativa en todos los bienes y servicios disponibles en los mercados locales. Con una política de minidevaluaciones se elimina la causa de estos fenómenos distorsionadores del nivel interno de precios.

La posibilidad de realizar reajustes en la tasa de cambio sin generar expectativas negativas debidas a la incertidumbre de devaluaciones fuertes, permite a las autoridades económicas, además de frenar los movimientos especulativos de capitales, el enviar señales precisas al aparato productivo acerca de como asignar o reasignar sus recursos a fin de lograr un nivel óptimo en términos de qué, cómo y cuánto producir ante unas condiciones futuras dadas.

Pasando de los posibles efectos negativos de una devaluación que se pueden evitar con las minidevaluaciones a los beneficios adicionales que tal mecanismo ofrece a las autoridades económicas de un país, cabe resaltar en primer lugar la enorme elasticidad de manejo de la política cambiaria que se logra. En efecto, si una vez señalado, de acuerdo a unas previsiones de comportamiento esperado del sector externo de la economía, un nivel de devaluación diaria, se presenta un cambio inesperado en cualquiera de las variables que afectan el tipo de cambio, un deterioramiento súbito de los términos de intercambio por ejemplo, es posible revisar de forma inmediata el índice de devaluación, sin afectar mayormente la estabilidad del sistema económico, lo cual permite tomar decisiones más rápidas, lo que no es posible cuando la alternativa es infringir un deterioramiento significativo a la cotización de las divisas. Ejemplos típicos de estas revisiones periódicas que se dan en los países que han adoptado este esquema son el reducir o aumentar en un centavo el ritmo de devaluación diaria, efectuar las minidevaluaciones todos los días calendario o solamente los días laborables. Estas decisiones aparentemente muy pequeñas y que no causan mayor trauma en la economía, agregando sus efectos en tres o seis meses repre-

sentan alteraciones significativas en la política cambiaria de un país y pueden ser manejados para adaptarse inclusive a cambios mayores en las condiciones del sector externo.

Ya se señaló en este trabajo la necesidad de que la política cambiaria sea manejada de acuerdo a las tendencias estructurales que presenta una economía y no al capricho de las oscilaciones de corto plazo, a fin de evitar el envío de señales equivocadas al aparato productivo y a los consumidores. Al tener un país un mecanismo consolidado de minidevaluaciones, puede inclusive afrontar con éxito coyunturas de corto plazo mediante modificaciones del índice de variación diaria de la tasa de cambio durante el lapso de tiempo que dure el fenómeno transitorio, y volver a la política de largo plazo, una vez superada la anormalidad. A pesar de que es peligroso y puede ser díficil tomar las decisiones en la proporción exacta para lograr la corrección del problema coyuntural, este sistema ha sido usado con éxito por ejemplo en Colombia en donde ante una caída estacional del precio de sus exportaciones, se ha incrementado el porcentaje diario de devaluación, solamente durante los meses de deteriorización de los términos de intercambio, y se ha vuelto a los patrones de largo plazo una vez el fenómeno de corto plazo es superado.

4.2. Tasas de cambio múltiples

No todas las importaciones ni todas las exportaciones de un país tienen la misma importancia. Esto hace que muchas veces una medida de tipo cambiario para estimular o desestimular de una forma genérica el volumen de las primeras o las segundas, muchas veces resulte ineficiente para controlar un desequilibrio en la balanza de pagos.

Esta situación es especialmente cierta en los países del tercer mundo, en donde se tiene por una parte importaciones de bienes de capital y de materias primas básicas para el aparato productivo que depende de insumos extranjeros, y por

otra, y de una manera creciente en los años ochenta, importaciones de alimentos, de los cuales los países se han vuelto deficitarios. Paralelamente se observa en los mismos países una significativa participación en el total de las importaciones de bienes de consumo suntuario, los cuales no generan ningún impacto positivo en la economía y su beneficio social es mínimo. Estas importaciones son un producto de la gran desigualdad en la distribución de la riqueza, en donde la minoría que dispone de mayores ingresos tiene una capacidad de consumo que le permite demandar dichos bienes importados.

Esta situación hizo surgir en algunos países latinoamericanos la necesidad de definir prioridades en la composición de sus compras en el exterior y consecuentemente llevó a las autoridades económicas a buscar esquemas o modelos de política exterior que, por ejemplo ante un déficit de balanza de pagos, no desestimule por igual a las importaciones necesarias para el desarrollo social, como los indicados insumos industriales o alimentos y a las importaciones de consumo considerado suntuario, lo que de hecho sucedería ante una devaluación en una sociedad que tiene un único tipo de cambio.

Una alternativa que permite reducir selectivamente las importaciones puede ser la de acompañar la medida devaluatoria con la fijación de diferenciales suficientes en los aranceles o en cualquier otro costo de importación, entre las importaciones consideradas necesarias y las suntuarias, a fin de desestimular menos a las primeras y más a las segundas.

Otra posibilidad mucho más operativa y de hecho usada en varios países de América Latina, es la de fijar diferentes valores a las divisas en términos de moneda local, dependiendo del tipo de importación que se vaya a realizar. La gran ventaja de este esquema es que no se necesita modificar aranceles ni ningún otro elemento de comercio exterior diferente a la misma tasa de cambio, para lograr una modificación selectiva de las importaciones, pudiéndose inclusive lograr una re-

ducción de un déficit comercial únicamente vía disminución de importaciones consideradas no vitales para el desarrollo y sin afectar el volumen de las otras compras en el extranjero. Para ello solo bastaría aumentar el tipo de cambio que rige para las primeras, sin modificar el de las últimas.

El mecanismo para implementar una política de tasas de cambio múltiples consiste en elaborar una lista de bienes y servicios importables que se estimen básicos para el desarrollo del país, y una o más listas de bienes y servicios menos necesarios o suntuarios. Para la lista de bienes necesarios se fija un tipo de cambio menor al promedio del mercado y para las segundas se definen tasas superiores a dicho promedio. De esta manera se hacen más costosas las importaciones a las que se les asigna una menor prioridad y se da una ventaja comparativa a las de mayor importancia.

A partir de una situación dada de composición de las importaciones, devaluando en mayor o menor proporción cada una de las tasas de cambio definidas, se puede corregir una situación de déficit en el sector externo, restringiendo a voluntad el monto de las importaciones de bienes o servicios de una u otra lista.

El mecanismo de listas diferenciadas de bienes importables y tasas múltiples de cambio permite adicionalmente el tomar en cuenta otros criterios selectivos de las importaciones en la priorización de las mismas. Por ejemplo la reserva del mercado interno para la producción doméstica o el cumplimiento de acuerdos de integración comercial con otros países, pueden ser logrados con disponer la inclusión de los productos correspondientes en una u otra lista.

Un buen ejemplo práctico de esta política de tasas de cambio múltiples la ofreció Ecuador hasta finales de 1985, en donde una lista preferencial incluía bienes y servicios básicos para el desarrollo del país: medicinas, insumos para la industria farmacéutica y la agricultura, y remesas para los estu-

diantes en el exterior entre otros. Los dólares para los pagos de esta lista tenían una cotización fija controlada. Otra lista incluía el resto de bienes transados en el comercio exterior, considerados menos necesarios y para los cuales regía una tasa de cambio en promedio 50% superior a la de la primera lista. Finalmente servicios como pasajes aéreos internacionales se transaban con un tercer tipo de cambio, este no controlado y que llegó a valores hasta un 100% superiores a los de la cotización de la primera lista.

En el caso ecuatoriano citado se observa una combinación interesante de diferentes políticas cambiarias: las cotizaciones de las dos primeras, las cuales se fusionaron en una sola a partir de diciembre de 1985, eran controladas por la autoridad económica, durante algunos períodos con valores fijos en términos nominales y otros períodos sometidos a minidevaluaciones diarias. El tercer tipo de cambio se ha mantenido flotante y solamente la oferta y la demanda en un mercado de divisas totalmente libre, determina su valor.

Por el lado de las exportaciones la situación es similar a la ya señalada para las compras en el exterior, una devaluación que estimularía en la misma proporción a todos los bienes exportables presenta serias distorsiones en las economías del tercer mundo.

Por una parte se encuentra el hecho ya señalado de que en muchos países de América Latina, Asia y Africa, el mayor volumen de exportaciones está constituido por uno o pocos bienes, a veces en manos del estado o de filiales de empresas transnacionales, y cuyo monto ofertado al mercado internacional obedece a consideraciones diferentes a los del valor recibido en moneda doméstica.

Adicionalmente la elasticidad de la oferta de algunos bienes exportables muchas veces es muy rígida y una mayor retribución producida por una devaluación no puede incrementar el volumen de las mismas ni consiguientemente la canti-

dad de divisas obtenidas sino que únicamente deriva en ganancias extraordinarias en moneda nacional para los exportadores.

La definición de listas diferenciadas y tasas de cambio distintas para cada una, permite estimular selectivamente a las mismas. En este caso se deben incluir en la lista preferencial a los bienes y servicios exportables que tengan una mayor capacidad de incrementar su volumen ante estímulos como los causados por una devaluación y aquellos cuyo incremento de volumen exportado genere mayores beneficios en términos sociales (mayor valor agregado, mayor número de empleos, etc.); en las siguientes listas se deben ubicar los bienes exportables cuyas rigideces en la producción les impida expandir su volumen ante estímulos derivados de una devaluación y aquellos que a pesar de poder ampliar su producción, generen un menor beneficio social.

CAPITULO IV
Política cambiaria en el Ecuador

1. Introducción

El mercado de divisas en Ecuador, a lo largo del tiempo,[6] se ha caracterizado por la existencia de dos segmentos claramente definidos del mismo. Por una parte está el mercado oficial de monedas extranjeras, controlado por el Banco Central, el cual hasta agosto de 1986 tuvo una importancia vital dentro del sector externo ecuatoriano. En efecto, tanto las operaciones de importaciones y exportaciones como las de movimiento de capitales foráneos y el servicio de la deuda externa se realizaban a través del banco emisor en el mercado oficial de divisas. Una parte pequeña de la deuda externa del sector privado, la cual no fue registrada en el Banco Central ni sus valores originales fueron canjeados por sucres a través de dicho banco en el momento de su internación al país, fue quizás la única excepción, y las divisas necesarias para su pago han tenido que ser adquiridas en el mercado libre.

Adicionalmente al mercado oficial de divisas manejado directamente por el Banco Central, el sistema financiero privado, principalmente a través de los bancos y casas de cambio, ha operado un mercado libre de divisas el cual, a diferencia de lo ocurrido en otros países latinoamericanos, nunca ha experimentado una política estatal de control de cambios que limite su operación. A pesar de que, como ya se señaló, la mayoría de los rubros de la balanza de pagos se transaban en el mercado oficial, la libre compra y venta de divisas en Ecuador

6 Por lo menos desde 1970, año inicial del período considerado en este estudio.

ha mantenido un volumen de transacciones significativamente alto y logró un elevado nivel de desarrollo, especialmente en los años finales de los setenta y en los años transcurridos de los ochenta. En la década pasada a raíz de la abundancia de dólares provenientes del llamado "boom petrolero" en que se transaron importantes volúmenes de moneda extranjera para fines como turismo, gastos suntuarios, construcción, y aún —como ya se indicó— para internar al país empréstitos externos logrados principalmente por el sector manufacturero y que por una u otra razón se prefirió operar sin el concurso del mercado oficial. En los años ochenta ha continuado el desarrollo del mercado libre de divisas cuando, en adición a las operaciones ya señaladas para los años previos y debido a la escasez de divisas que a partir de 1981 se da en las reservas del estado, algunas operaciones a pesar de que podían ser realizadas en el mercado oficial, se operaron a través de bancos privados o casas de cambio, ante la imposibilidad de esperar los reembolsos del Banco Central. Entre estas, las de algunos importadores urgidos de cumplir compromisos con sus proveedores, y deudores privados para quienes el costo de caer en mora frente a vencimientos próximos, fue mayor al diferencial cambiario entre los mercados oficial y libre.

A partir de agosto de 1986 la importancia y el desarrollo del mercado libre de divisas es mucho mayor a raíz de la liberación de las operaciones de balanza comercial y de futuros endeudamientos del sector privado las cuales salieron del mercado controlado por el Banco Central.

A continuación se presenta un análisis cronológico de lo que ha sido la evolución del mercado oficial de monedas extranjeras en el Ecuador.

2. El mercado oficial de divisas

El mercado de divisas controlado por el Banco Central, en lo referente a la tasa de cambio, puede dividirse en cuatro pe-

ríodos a partir de 1970. Los tres primeros se caracterizan por la importancia que este mercado ha tenido en casi todas las operaciones del sector externo ecuatoriano, y el último, a partir de agosto de 1986, en el cual su predominio se limita drásticamente al serle retiradas las operaciones señaladas en el acápite anterior.

El primero de los períodos señalados se caracteriza por una gran estabilidad cambiaria a través del tiempo y está comprendido entre los años 1970 y 1983. Durante este lapso de 13 años rigió en el país un tipo de cambio fijo de 25.oo sucres por dólar de Estados Unidos entre agosto de 1970 y mayo de 1982 y de 33.oo sucres entre la última fecha y marzo de 1983. Ver cuadros N°s 1 y 2 del anexo estadístico.

A partir del mes señalado se inicia un segundo período de la política cambiaria y el tipo de cambio en el país. Se abandona el sistema de cotización fija de la divisa y se adopta el mecanismo de minidevaluaciones diarias, lo cual se mantiene hasta septiembre de 1984 en que es eliminado este mecanismo de corrección gradual. Adicionalmente se introduce un sistema múltiple de cambios en el mercado oficial con la implementación del mercado libre de intervención.

A partir del 4 de septiembre de 1984 se inicia el tercer período, caracterizado por un retorno a la cotización fija de las divisas aunque adoptando una política de devaluaciones aceleradas que contrasta con la estabilidad señalada durante la primera época. Este período se mantiene hasta el 11 de agosto de 1986, fecha en la cual se inicia el último período ya señalado y cuya principal característica es la de mantener una paridad fija pero notablemente disminuida su importancia como consecuencia de la liberación de las operaciones ya indicadas, por parte del Banco Central.

2.1. El período 1970-1983

El valor de 25.oo sucres por dólar de Estados Unidos como tasa central[7] de cambio, se adoptó el 17 de agosto de 1970,[8] después de haberse producido únicamente 2 modificaciones de la paridad cambiaria en los 20 años inmediatamente anteriores, (de s/.13.50 a s/.15.00 en 1950 y a s/.18.00 en 1961). Esta decisión tomada por el Presidente Velasco Ibarra tuvo como justificativos principales el reducir el déficit en la balanza comercial que afectaba peligrosamente las reservas internacionales, el terminar con el sistema de cambios múltiples que operaba en la época y el de dar nuevos estímulos a las exportaciones, según se desprende de los considerandos que en la época respaldaron tal medida.

La siguiente devaluación del sucre no se dio sino doce años después. Básicamente el radical incremento en los ingresos de divisas provenientes de las exportaciones de petróleo a partir de 1972 y el efecto derivado de éste, el cual hizo crecer el PIB en un promedio de 10% anual durante los 8 años finales de la década de los setenta, permitieron a la moneda ecuatoriana mantener un tipo de cambio fijo durante los regímenes militares que se sucedieron en el país hasta 1979 y luego durante la administración de Jaime Roldós. El 13 de mayo de 1982, bajo la presidencia de Osvaldo Hurtado Larrea, se da una nueva devaluación, fijándose la tasa central oficial de cambio en treinta y tres sucres por dólar de los Estados Unidos.[9]

El deterioro del valor y el volumen de las exportaciones ecuatorianas y el incremento en las importaciones que habían afectado negativamente la balanza de pagos, el elevado en-

---

7 El concepto tasa central se utiliza para diferenciarlo de los valores comprador y vendedor, los cuales difieren en algunos centavos entre sí.

8 Decreto Supremo N° 239, 17 de agosto de 1970.

9 Decreto Ejecutivo N° 877, 13 de mayo de 1982.

deudamiento tanto público como privado y el hecho de que las condiciones económicas y sociales del país se habían modificado sensiblemente desde 1970 haciendo irreal la cotización de 25.oo sucres por dólar, son las principales justificaciones presentadas por el ejecutivo cuando tomó la decisión de devaluar el sucre en la referida fecha.

Es de anotar que este primer período considerado se inicia con una devaluación del 38.9% luego de 9 años de tasa de cambio fija y que durante el período de 13 años se da una sola devaluación más, de un 32%. En ambos casos el principal motivo justificativo de las mismas se refieren a problemas de balanza comercial. En adición para Velasco Ibarra también influyó el problema de tasas múltiples de cambio mientras que para Hurtado Larrea fue importante el elevado costo del servicio de la deuda externa. En ambos casos se buscaba un nuevo valor, que refleje una posición de equilibrio en el mercado de divisas, dadas unas condiciones económicas adversas que hacían preciso el reajuste del precio de la moneda de Estados Unidos. En todo caso el espíritu de mantener una tasa de cambio fija bajo control del estado se mantuvo y es así como una vez logrado el aparente ajuste del sector externo, no se manifiestan intenciones de modificar nuevamente el valor de las divisas, por lo menos en el corto plazo.

2.2. El período 1983-1984

El día 19 de marzo de 1983, aún bajo el mandato de Hurtado Larrea, se produce un cambio de posición en la política cambiaria al abandonar la Junta Monetaria el modelo de tipo de cambio fijo y optar por un sistema de minidevaluaciones diarias, el cual se extiende a lo largo de 18 meses.

El proceso de minidevaluaciones se inicia con una tercera devaluación de gran escala, 27.3%, lo cual hace que la tasa central se ubique en 42.oo sucres por dólar el día 19 de marzo

señalado, y posteriormente se inicia una mini-devaluación de 0.04 sucres cada día laborable.[10]

En esta decisión la Junta Monetaria vuelve a mencionar como principal considerado, el deterioro del valor de las exportaciones, la necesidad de estimular la competitividad de las exportaciones existentes y nuevas y de reducir la importación de bienes no esenciales. Una vez más los resultados obtenidos en la balanza comercial son determinantes para la toma de la decisión política de devaluar.

Tres meses más tarde la Junta Monetaria decide, mediante Resolución sin considerandos,[11] acelerar el proceso de mini-devaluaciones diarias, elevando la tasa oficial de cambio en 0.05 sucres cada día calendario (365 días al año en lugar de 250), lo cual en términos relativos implicaba pasar de 23.8% a 40.9% de devaluación anual, tomando como base la cotización vigente a la fecha en que se tomaron cada una de las 2 Resoluciones.

El proceso minidevaluatorio, el cual termina al iniciarse la administración de Febres Cordero, estuvo vigente durante cerca de 18 meses, período en el cual el aumento acumulado de la tasa oficial de cambio fue del 58%.

Adicionalmente en este período se da un nuevo hecho que hace variar la política cambiaria mantenida hasta la fecha. Se introduce un sistema múltiple de cambios con la creación del llamado Mercado Libre de Intervención.[12] Este mercado, si bien también es controlado por el banco emisor quien fija su tipo de cambio, se aproxima más al mercado no controlado. En efecto una de las principales variables que la Junta Monetaria toma en cuenta para determinar la cotización del

10 Resolución N° 065-83, Junta Monetaria, 19 de marzo de 1983.

11 Resolución N° 100-83, Junta Monetaria, 20 de junio de 1983.

12 Regulación 064 Junta Monetaria, 18 de marzo de 1983. En realidad el Banco Central obtuvo la capacidad de operar en el mercado libre de cambios desde 1979 pero dicha atribución no fue usada anteriormente.

dólar de intervención, es el valor de dicha divisa en el mercado libre; su valor inicial de compra en marzo de 1983 fue de s/.70.oo un 66% mayor al del mercado oficial y apenas un 9.5% inferior a la cotización del mercado totalmente libre.

La creación de este tipo de cambio, real híbrido entre los tradicionales mercados oficial y libre, es el inicio de un proceso de aproximación a una tasa única en base al valor de mercado y de minimización de la importancia del mercado oficial. Más adelante se señala como en una forma gradual las operaciones del mercado oficial se van transfiriendo al mercado libre de intervención y posteriormente de éste al mercado no controlado por el estado.

2.3. El período 1984-1986

Como ya se señaló, el retorno a la política de tasas fijas de cambio se da luego del último cambio de gobierno y las razones de ello antes que técnicas son políticas. En efecto, desde la campaña electoral previa a su designación como presidente, Febres Cordero se identificó con la oposición más radical a Hurtado Larrea y específicamente ofreció terminar con el sistema de minidevaluaciones. Posteriormente, el Decreto Ejecutivo que implementa tal posición se sustenta en un informe de la Junta Monetaria[13] el cual antes que analizar una posible crisis del sector externo ecuatoriano que justifique el cambio de política cambiaria, se limita a criticar de forma directa a la gestión de las autoridades económicas precedentes y a recomendar la eliminación del sistema devaluatorio vigente.

El retorno a la política de tasa de cambio fija determinó que a partir del 4 de septiembre de 1984, la tasa central de cambio oficial se estabilizó en 66.50 sucres por dólar de Esta-

---

13 Decreto Ejecutivo N° 86 e informe de Junta Monetaria dirigida al Presidente de la República, ambos del 4 de septiembre de 1984.

dos Unidos mientras que la tasa del mercado libre de intervención por Resolución de Junta Monetaria se fijó en una paridad central de 95.oo sucres.

El mercado oficial de divisas se mantuvo exclusivamente para las transacciones de petróleo y derivados, el servicio de la deuda externa y de las inversiones de capital registradas en el Banco Central y las importaciones de artículos de la llamada Lista Especial (artículos de necesidad básica: alimentos, insumos para la agricultura y medicinas. Las demás operaciones de balanza comercial se transfirieron al mercado libre de intervención en donde el Banco emisor mantenía la capacidad de controlar la compra y venta de divisas, aunque con tasas de cambio más próximas a las del mercado libre. Con posteridad a la anterior fijación de las tasas de cambio de los mercados oficial y libre de intervención, la Junta Monetaria, decidió seguir los postulados del FMI respecto a unificar las tasas de cambio de estos dos mercados y es así como en el transcurso de los 14 meses siguientes fue trasladando paulatinamente al mercado libre de intervención las operaciones de petróleo y derivados, el servicio de la deuda e inversiones y las importaciones de Lista Especial. Para agosto de 1985 la tasa oficial había quedado limitada únicamente a los registros contables del Banco Central y a servir temporalmente obligaciones menores contraídas con anterioridad, tales como entrega de divisas a estudiantes. Este proceso de transferir los diferentes bienes comprados en el extranjero, del mercado oficial al mercado libre de intervención, tiene todas las características de una devaluación en el sector importador y en el agregado económico nacional. El hecho de que se deban pagar más sucres para adquirir los dólares necesarios para hacer las compras en el exterior, como consecuencia de las transferencias señaladas, es una deterioración del tipo de cambio promedio con que opera la economía, independientemente de que las cotizaciones vigentes para los mercados oficial y libre de intervención permanezcan constantes.

Lo novedoso de este sistema devaluatorio es que sólo se logran la mitad de los objetivos esperados con una devaluación corriente; el aumento del valor del tipo de cambio, como ya se vio, siempre y cuando la condición de Marshall-Lerner se cumpla, busca por un lado aumentar las exportaciones y por el otro disminuir las importaciones. Con el método de la actual administración se logra el objetivo en lo referente a las compras en el exterior, pero no se consigue aumentar las ventas al resto del mundo al dejar inmodificada la política cambiaria para el sector exportador. En resumen se tiene una devaluación para un solo lado. Igual fenómeno se da cuando se aumentan los tributos a las importaciones, como fue el de la Comisión de Riesgo Cambiario, (25% y 30% del valor CIF de las importaciones), el cual estuvo vigente desde principios de 1986 hasta la unificación cambiaria del 11 de agosto del mismo año y que se explica más adelante.

El 12 de noviembre de 1985 la Junta Monetaria en Informe dirigido al Presidente de la República hace un recuento del anterior proceso de unificación cambiaria y le recomienda que fije la tasa oficial de cambio en 95.oo sucres por dólar, lo cual es adoptado por el Ejecutivo,[14] unificándose así legalmente las cotizaciones de las divisas controladas por el Banco Central en los mercados oficial y libre de intervención.

Finalmente, el 28 de enero de 1986, la Junta Monetaria vuelve a diferenciar las cotizaciones oficial y libre de intervención[15] al confirmar el valor de la primera en 95.oo sucres por dólar y definir que ésta operará exclusivamente para efectos contables en el balance del Banco Central y al mover la paridad de la segunda a 110.oo sucres por dólar, concentrando en ella todas las demás operaciones en moneda extranjera bajo su control.

14 Decreto Ejecutivo 1304 e informe de Junta Monetaria; ambos del 12 de noviembre de 1985.

15 Resolución 315-86, Junta Monetaria, 28 de enero de 1986.

2.4. El período a partir de agosto de 1986

El 11 de agosto pasado se dio uno de los cambios más radicales en la política cambiaria del país.[16] La Junta Monetaria transfirió al mercado libre de divisas la totalidad de las operaciones de balanza comercial no oficial y la totalidad del servicio de la deuda externa que contraiga en el futuro el sector privado, operaciones éstas que previamente se encontraban en el mercado libre de intervención, controlado por el Banco Central.

La magnitud de la anterior medida se puede cuantificar señalando que en el conjunto de las operaciones de compra y venta de divisas por parte del banco emisor, las transacciones por concepto de importaciones y exportaciones no estatales representan algo más del 50% en promedio durante la última década. En otras palabras y sin considerar el monto del nuevo endeudamiento externo privado, la Junta Monetaria liberó del control estatal y entregó al sistema financiero particular la mayor parte de los recursos con que anteriormente contaba para poder implementar decisiones de política cambiaria.

Adicionalmente al restringirse el mercado libre de intervención exclusivamente a las exportaciones de petróleo y derivados y a las importaciones del estado, excluyéndose totalmente a los particulares, se diluyen los mecanismos de acción de una posible nueva medida cambiaria. En efecto, en Ecuador como en la mayoría de los países del tercer mundo, las medidas cambiarias han buscado incrementar la entrada y disminuir la salida de divisas respectivamente mediante un mayor beneficio y un mayor costo en términos de moneda local, lo cual si bien es cierto bajo los parámetros de rentabilidad que motivan las decisiones de comercio exterior del sector privado, no operan en el caso del petróleo, y las importaciones

16 Resolución 366-86, Junta Monetaria, 11 de agosto de 1986.

estatales, en donde la preservación de los recursos no renovables, la conveniencia social u otras variables de tipo político son las que definen el monto de las compras y ventas al resto del mundo.

En adición a la reducción del volumen de transacciones que se mantienen en el mercado libre de intervención, su tasa de cambio se deja flotar; en decisión tomada pocos días después de la liberación del comercio exterior privado[17] la Junta Monetaria se libera del compromiso de determinar el valor de las divisas transadas a través del Banco Central y lo deja flotar con una fórmula no suficientemente aclarada hasta la fecha, en la cual intervienen variables como tasas de interés internacionales y domésticas pero que básicamente sigue muy de cerca la cotización dictada por el mercado libre.

En síntesis, el nuevo modelo cambiario del país se caracteriza por mantener una cotización oficial del dólar norteamericano, 95.oo sucres, la cual sólo tiene un valor nominal para efectos contables del Banco Central, un mercado libre de intervención, el cual opera a través del banco emisor, pero cuya tasa de cambio es básicamente determinada por el mercado libre y en el cual solamente se efectúan las operaciones de los exportadores de petróleo y los importadores del sector público y, finalmente, un mercado libre sin ningún control estatal, el cual reúne la mayoría de las transacciones de divisas, tanto de compra como de venta, y el que adicionalmente es el único al que tiene acceso el sector privado.

3. El mercado libre de divisas

El cuadro N° 3 del anexo estadístico muestra el volumen de compra y venta de divisas en los mercados oficial y libre de cambios. Una comparación del mismo muestra que a lo largo del período, el mercado libre constituye en promedio alrededor del 30% del mercado total. Durante los años 1982 y

17 Regulación 375-86, Junta Monetaria, 20 de agosto de 1986.

1983 dicha participación se incrementó hasta niveles superiores al 35%, sin embargo esto coincidió con las 2 primeras devaluaciones fuertes de la cotización oficial y con el desastre invernal que causó una fuerte escasez de divisas en el Banco Central. A partir de 1984 se regresa al nivel promedio.

El comportamiento del mercado libre de divisas en Ecuador se puede analizar en base a variables macroeconómicas que tienen influencia en el sector externo del país. Al no existir control estatal alguno en este mercado, solamente las fuerzas de un mercado más o menos competitivo deben explicar el desarrollo del mercado libre de monedas extranjeras.

Para el estudio de la evolución de la tasa de cambio no controlada por el Banco Central, se optó por utilizar un modelo econométrico en el que como variable dependiente se cuantifican las variaciones en el tipo de cambio del mercado libre de divisas y como variables independientes se incluyen aquellas que con mayor grado de significancia explican el comportamiento de la primera.

3.1. El modelo de análisis

El diseño del modelo explicativo de la tasa libre de cambio presentó desde su inicio varias dificultades relativamente serias. La primera de ellas fue el comportamiento observado a lo largo del tiempo de la variable dependiente. En efecto, a pesar de que se tenían series para 15 años, desde 1970 a 1985, las 11 primeras observaciones, (durante toda la década de los 70 y en 1980), son prácticamente constantes. La abundancia de divisas provenientes de los ingresos petroleros y del creciente endeudamiento externo hicieron que la cotización libre del dólar se mantenga muy cercana la valor oficial, asi a finales de 1980 ésta fue de 27.76 sucres, apenas un 11% superior al valor referencial del banco emisor a pesar de que ya comenzaba el proceso recesivo del sector externo ecuatoriano. Esto se puede verificar comparando las cifras de los cuadros 4 y 5

con las de los cuadros 1 y 2 respectivamente.

Consecuencia de este hecho es que el análisis de las variaciones de la variable dependiente, en base a estadísticas anuales, se reducía a 5 observaciones, lo cual no garantizaba ningún grado de confiabilidad.

A fin de obviar este problema se decidió trabajar con series trimestrales o mensuales lo cual derivó en una nueva limitación: algunas de las variables independientes que podrían ser consideradas en el modelo, sólo se calculan anualmente y no es posible trimestralizarlas y menos aún calcularlas mes a mes. La relación de términos de intercambio es un ejemplo de este problema.

Ya en un plano conceptual surgieron nuevas limitaciones al análisis; la principal el hecho de que se pretendía explicar el comportamiento del mercado libre de divisas, en base a variables de balanza comercial, movimiento de capitales, variaciones en reservas internacionales, etc., las cuales principalmente se transan en el mercado oficial de cambios; como ya se señaló, en Ecuador hasta mediados de 1986, únicamente se han transado en promedio el 30% de las compras y ventas de divisas en el mercado libre de cambios.

A pesar de lo anterior la relación existente entre los mercados oficial y libre podría determinar que operaciones transadas en el primero (exportaciones e importaciones por ejemplo), expliquen los cambios, en el tipo de cambio del último. Esta hipótesis se verificó evaluando la significancia estadística de varias ecuaciones en las que se enfrentaron las variaciones de la cotización de la divisa en el mercado libre, con variables de balanza de pagos tales como balanza comercial, variaciones de reservas internacionales y saldos de cuenta corriente, entre otras.

Por último una limitante que se conocía desde el inicio del diseño del modelo econométrico es la de la estructura del mercado libre de divisas en Ecuador, donde se encuentra un

muy reducido número de agentes intermediarios, (casas de cambio y bancos privados) que imponen condiciones cuasi-monopsónicas a un número relativamente amplio de pequeños y medianos compradores y vendedores de divisas, y en donde características propias no cuantificables de este mercado, tales como las expectativas futuras, el poder que representantes de dichos agentes intermediarios de cambios logran en determinados momentos para tomar o influir en decisiones estatales relativas al sector externo y adicionalmente los juegos especulativos que consecuentemente tienen capacidad de desarrollar, son quizás las principales variables que explican el comportamiento del tipo de cambio libre.

Después de tomar en consideración los anteriores factores, se diseñaron varias ecuaciones que pretendían explicar las variaciones de la tasa de cambio del mercado libre, con variables independientes de tres tipos. El primer grupo de variables cuantifica la rentabilidad real de una inversión en sucres frente a la rentabilidad real de una inversión en dólares o el costo de los recursos domésticos frente al endeudamiento externo. El segundo tipo de variables relaciona el saldo de las balanzas de cambios tanto oficial como libre, mientras que el último grupo toma en consideración los saldos de la balanza comercial y de reservas internacionales netas.

Como ya se indicó se trabajó con series a partir de 1981 y valores trimestrales (promedios móviles) y mensuales, a fin de lograr un número de grados de libertad que permitan obtener resultados confiables. De las primeras corridas de las ecuaciones se observó que solamente el primer grupo de variables era estadísticamente válido para explicar los cambios de la variable dependiente. Esto rechazó la hipótesis de que las relaciones existentes entre los mercados oficial y libre permitían explicar el comportamiento del último en base a las variaciones de los principales agregados del sector externo que (por lo menos hasta el 11 de agosto de 1986 según se explicó

atrás) se transaron en el mercado controlado por el Banco Central.

Es interesante recordar que a partir de la fecha indicada las divisas provenientes del comercio exterior se transan exclusivamente en el mercado libre de cambios, lo cual permitirá en el futuro contar con nuevas variables que conjuntamente con las ya detectadas permitan explicar en mejor forma el comportamiento de la cotización libre de cambio.

Una vez establecido el que los diferenciales reales de la rentabilidad doméstica y externa eran los únicos parámetros que explicaban de una forma estadísticamente aceptable, el comportamiento de la variable independiente, se buscó la forma de la ecuación que presente un mejor margen de confiabilidad en las conclusiones, llegando a 2 formas así:

1. $COTDOL_i = a + b(DITASA_{i-1}) + c(DIPRE_{i-1})$

Donde:

$COTDOL_i$ = Valor de la tasa de cambio del dólar en el mercado libre de cambios en el período i; para el cálculo se utilizó la cotización de venta.

$DITASA_{i-1} = TASAEC_{i-1} - TASAPR_{i-1}$ = diferencial en el período i−1 de la tasa de interés doméstica, TASAEC, menos la tasa de interés externa, TASAPR; para efectos del modelo se toma para TASAEC los valores fijados por la Superintendencia de Bancos como tasa activa bancaria, para TASAPR se tomó la cotización PRIME.

$DIPRE_{i-1} = PRECEC_{i-1} - PRECUSA_{i-1}$ = diferencial en el período i−1 del nivel de precios domésticos, PRECEC, menos el nivel de precios externo, PRECUSA; en el presente cálculo se tomaron para PRECEC el índice de precios al consumidor del INEC y para PRECUSA, al igual que en el caso de las tasas de interés y en razón a la elevada dependencia del sector externo ecuatoriano de los Estados Unidos,

se tomó el nivel de precios al consumidor de dicho país.

2. $CODOL_{4_i} = a^1 + b^1 (DITASA_{i-1}) + c^1 (DIPRE_{4_i})$

Donde:

$$CODOL_{4_i} = \frac{COTDOL_i - COTDOL_{i-4}}{COTDOL_{i-4}} =$$

variación relativa de la cotización del dólar en el mercado libre, en 4 períodos, con respecto al período inicial.

$$DIPRE_{4_i} = \frac{DIPRE_i - DIPRE_{i-4}}{DIPRE_{i-4}} =$$

variación relativa del diferencial de los índices de precios domésticos menos los foráneos en 4 períodos, con respecto al período inicial.

3.2. Resultados obtenidos

Las corridas finales se realizaron con las cifras mensuales, para el período enero 1982, enero 1986, (como ya se indicó, en años anteriores las variaciones de COTDOL fueron mínimas), lo que permitió contar con 49 observaciones. Como se especifica en las 2 ecuaciones, se trabajó con variables normales y retrasadas y con valores absolutos y relativos. En los cuadros 6 a 10 se presentan los valores utilizados para las variables que intervienen en el modelo.

En la primera ecuación se lograron los resultados señalados a continuación:

Parámetro	Coeficiente	Error standard	t
a	54.65	5.63	9.708
b	1.71	0.86	1.997
c	0.21	0.06	3.316

Los resultados anteriores son elocuentes; en efecto la prueba t de student señala que el coeficiente b es significativamente diferente de cero, con un margen de confiabilidad del 94.7% para el caso del coeficiente c, el margen de confiabilidad supera el 99%.

Adicionalmente para esta función se estimaron las siguientes estadísticas:

$R^2 = 0.982$
Estadística Durbin-Watson = 2.198

La cercanía del valor encontrado para R^2 con respecto a 1 muestra que el ajuste de la función es aceptable mientras que el valor para la prueba Durbin-Watson (o 4 menos el valor encontrado) señala que tampoco hay problemas de autocorrelación.

La segunda ecuación, muy similar a la primera, explica las variaciones cuatrimestrales de la cotización de la divisa en lugar de los valores absolutos de la misma. Como segunda variable independiente también se tomó las variaciones relativas cuatrimestrales de los índices de precios en lugar de la diferencia absoluta de los mismos. Los resultados obtenidos son:

Parámetro	Coeficiente	Error standard	t
a^1	29.08	10.12	2.874
b^1	−1.36	1.01	−1.367
c^1	−0.68	0.53	−1.281

Estos valores, y como es lo esperado cuando se toman variaciones relativos en lugar de cifras absolutas, disminuyen sensiblemente su nivel de significancia aunque todavía son aceptables. En efecto la estadística t señala que el coeficiente b^1 es significativamente diferente de cero, con un margen de confiabilidad de 83.3%, el resultado para el coeficiente c^1 por

su parte permite asegurar que éste también difiere significativamente de cero con un 79.3% de certeza.

Por último, el R^2 de esta segunda forma alcanza únicamente a 0.70 y la estadística Durbin-Watson llega a 1.490 lo cual supera el límite inferior d_L de las dos tablas calculadas para realizar esta prueba por los autores de la misma, para los niveles de significancia 95% y 99%, asegurando así que no existe autocorrelación positiva. El límite superior d_u, el que permite asegurar que no hay autocorrelación alguna, es sólo superado al nivel 95% quedando indefinida la prueba para el nivel mayor.

Resumiendo, las ecuaciones estimadas del modelo propuesto son:

1. $COTDOL_i = 54.65 + 1.71\,(DITASA_{i-1}) + 0.21\,(DIPRE_{i-1})$

   y

2. $CODOL\,4_i = 29.08 - 1.36\,(DITASA_{i-1}) - 0.68\,(DIPRE\,4_i)$

El signo positivo de los resultados de la primera relación muestran como, en un país importador de capitales como el Ecuador del primer quinquenio de los 80, el costo de los recursos financieros foráneos antes que una posible rentabilidad de las inversiones en el exterior, es determinante en la fijación de la tasa de cambio del mercado libre. El coeficiente positivo de DITASA indica que, a partir de un punto inicial de equilibrio, un aumento relativo de la tasa de interés doméstica o una disminución de la foránea, (aumento de DITASA), hace relativamente más baratos los recursos foráneos que los internos lo cual presiona sobre la demanda por divisas elevando el tipo de cambio. De una forma similar, una baja relativa del interés doméstico o un alza del externo, (disminución de DITASA), hace que la demanda por dólares se contraiga y baje la cotización de esta moneda.

En el caso de los índices de precios los resultados obtenidos son opuestos. Así, bajo el análisis precedente, se esperaría que un alza relativa del nivel de precios ecuatorianos, o

una disminución de los externos, tenga el efecto de bajar el costo real del dinero doméstico en términos relativos al costo de las divisas, y que fruto de este fenómeno la demanda por dólares se contraiga disminuyendo su cotización, lo cual no ocurre. De acuerdo con el signo obtenido en la estimación del coeficiente de DIPRE, a pesar de que su valor absoluto es muy inferior al de DITASA, la relación entre el índice de precios locales y la cotización del dólar es directa y no inversa. Este resultado señala que las tasas de interés nominales y no las reales son las que determinan el patrón de cambio de las divisas. El signo positivo de c adicionalmente indica que hay una correlación entre niveles de precios y cotización del dólar, la cual funciona vía la demanda por divisas. A un aumento de los precios internos mayor que el de los foráneos, (crecimiento de DIPRE), los bienes extranjeros se vuelven relativamente más baratos lo cual presiona sobre la demanda por dólares y sobre la tasa de cambios. Inversamente, un crecimiento relativo mayor de la inflación externa hace que, especialmente en consumo, se sustituya bienes importados por productos nacionales con la consiguiente depresión de la demanda por divisas y la baja de la tasa de cambio.

Los resultados de la ecuación 2 son más sencillos de evaluar; esta relación muestra los cambios en la intensidad de las variaciones de la tasa de cambio y no en sus valores absolutos y el signo de los coeficientes b^1 y c^1 indica que a mayores niveles de alteración de los precios relativos a lo largo del tiempo y a mayor diferencial entre las tasas de interés doméstica y externa, la variación porcentual de la tasa de cambio en el mercado libre reduce su rango de oscilación.

Es necesario distinguir claramente las diferencias entre los resultados obtenidos para las dos ecuaciones del modelo. Mientras los primeros indican una relación directa entre los valores alcanzados por la cotización del dólar y los mayores niveles de tasa de interés y de precios domésticos, en términos relativos a los del exterior, los segundos indican una rela-

ción inversa entre los rangos de variación de la cotización del dólar por un lado y los rangos de variación de los precios relativos y el diferencial de interés por otra parte.

4. Conclusiones

Como se ha indicado repetidamente a lo largo del presente trabajo, las condiciones en que operan los mercados oficial y libre de divisas en Ecuador cambiaron radicalmente el pasado 11 de agosto de 1986. Desafortunadamente el poco lapso de tiempo transcurrido desde esa fecha hace imposible incluir en este análisis, especialmente en la parte referente al mercado libre, proyecciones acerca del efecto causado por tales cambios. De ahí que las conclusiones a las que se ha llegado se basan en las condiciones imperantes antes de la puesta en vigencia de las nuevas normas cambiarias y sólo marginalmente se analiza las modificaciones que se pueden dar en el futuro próximo. Para un estudio más profundo de la nueva realidad cambiaria ecuatoriana es necesario esperar primero a que se termine de definir la nueva política al respecto por parte del gobierno y luego a que transcurra un período de tiempo lo suficientemente largo bajo el nuevo esquema, como para poder contar con series de tiempo que permitan hacer análisis estadísticos confiables semejantes al realizado en el capítulo previo.

4.1. El mercado oficial

En referencia al mercado de divisas controlado por el Banco Central, el principal resultado al que se llega después de estudiar su comportamiento, es que éste ha ido perdiendo su importancia a lo largo de los últimos 16 años y que especialmente bajo la actual administración, a partir de 1984, este fenómeno se ha intensificado.

En los años 70, cuando el país tenía una sólida situación económica y se gozaba de total estabilidad cambiaria, el mercado oficial de divisas era uno solo, su tasa de cambio era totalmente controlada por el estado sin ninguna influencia del mercado libre, el que por otra parte ajustaba su tipo de cambio sin diferencias significativas, al controlado por el Banco Central.

A partir de 1981 la brecha entre las cotizaciones oficial y libre del dólar comienza a agrandarse. El promedio de la tasa del mercado libre del último trimestre de 1980, superaba a la tasa central del mercado oficial en apenas un 13%, en el cuarto trimestre de 1981 dicha diferencia ya alcanzó el 34%. Ver comparación entre las cifras de los cuadros 1 y 2 con las de 4 y 5.

En 1983, en el mes de marzo, el Banco Central ramifica el mercado oficial de divisas activando una figura para la cual tenía atribuciones desde 1976 pero que no había sido puesta en uso. Tal figura fue la del mercado libre de intervención. Para determinar la cotización del dólar en este mercado híbrido, la Junta Monetaria ya no es independiente de los fenómenos que ocurren en el mercado no controlado por el Estado sino que, uno de los principales parámetros que se consideran es precisamente el tipo de cambio libre, en un abierto esfuerzo de aproximar dichas cotizaciones en base a las llamadas fuerzas del mercado.

El proceso de disminución de la importancia del mercado oficial de divisas continuó hasta comienzos de 1986 mediante el cambio gradual de operaciones del sector externo, del mercado oficial al mercado libre de intervención; sucesivamente esto se realizó con las importaciones de bienes suntuarios y las exportaciones no tradicionales, con el servicio de la deuda externa tanto pública como privada, con las inversiones y remisión de utilidades de los inversionistas externos para finalizar con los ingresos del petróleo y las importaciones de bienes

antes privilegiados, como medicinas e insumos agrícolas entre otros.

A partir del 28 de enero de 1986 la Junta Monetaria prácticamente elimina el mercado oficial de divisas al decidir que la cotización de compra vigente en dicho mercado regiría en el futuro únicamente para efectos contables del balance del Banco Central y que cualquier operación que implique compra o venta de divisas a través del banco emisor, se haría en el mercado libre de intervención.

El proceso de pérdida de importancia del mercado oficial de divisas se ha dado no solamente en beneficio del mercado libre de intervención sino también en perjuicio de este último y a favor del mercado no controlado por el estado. La tasa de cambio del mercado de intervención a pesar de que continúa siendo determinada por la Junta Monetaria, cada vez se aleja más de la tasa oficial y se aproxima más a la del mercado libre en una clara señal de que la directriz de la política cambiaria actual apunta a la unificación de dichas tasas en base a la no participación estatal en su determinación sino en la total libertad del mercado.

Las decisiones de política cambiaria ya reseñadas, del 11 de agosto de 1986 son un paso más en el sentido anotado, el cambio de mercado para las divisas provenientes de exportaciones e importaciones y de nuevas obligaciones externas parecen ya señalar el fin de la participación estatal en la política cambiaria ecuatoriana y en el momento actual es imposible predecir hasta donde se llegará en esta dirección, hay que recordar que al actual gobierno le restan menos de dos años en el poder y que en las filas de la oposición hay casi un concenso acerca de la inconveniencia de este proceso.

4.2. El mercado libre

Según lo visto en el capítulo precedente, el mercado libre de divisas en Ecuador ha representado aproximadamente el

30% de las transacciones de monedas extranjeras en el país y el diferencial de rentabilidad del dinero doméstico frente al externo ha sido hasta los primeros meses de 1986, el factor determinante que explican el comportamiento de la tasa de cambio no controlada por el estado. Desafortunadamente si bien el modelo propuesto permite estudiar la evolución histórica de la cotización libre del dólar, no sirve para proyectar al futuro valores de la misma.

La medida de agosto pasado de liberar del control del Banco Central las divisas de exportaciones, (excepto petróleo y sus derivados), e importaciones, excepto las del sector público), es de tal magnitud que de no afectarse significativamente el volumen de divisas transadas con destino al comercio exterior como consecuencia de este cambio, y si las demás variables de la balanza de pagos tampoco modifican su participación en el volumen total de divisas compradas y vendidas, el mercado libre pasará en adelante del 30% histórico a más del 65%. En otras palabras, tanto por el lado de las compras como por el lado de las ventas de divisas por parte del Banco Central, la parte correspondiente al comercio exterior afectado representa alrededor del 50% del total transado por el banco emisor a lo largo de la década actual, y ésto representa a su vez el 54% de la nueva magnitud esperada del mercado libre dejando sólo el 46% restante para las tradicionales transacciones de dicho mercado, explicadas con el modelo.

En este orden de ideas, antes de poder hacer predicciones sobre el posible comportamiento futuro de la tasa de cambio del mercado libre, en el momento actual se pueden prever los principales efectos cualitativos que se derivarían del nuevo esquema cambiario.

Como beneficios se pueden citar los siguientes: las exportaciones no petroleras pueden ser incentivadas al verse libradas de la obligación de vender los dólares al Banco Central. De hecho en los primeros días posteriores al cambio de política cambiaria, la cantidad de sucres que los exportadores

recibían por cada dólar se incrementó en un 55% y ahora, más de 6 meses después, con un mercado libre estable, la ganancia extra en moneda local se sitúa en alrededor del 30%.

En el momento actual de caída de los precios del petróleo, un posible efecto positivo en las exportaciones diferentes a hidrocarburos es de gran importancia para compensar los ingresos dejados de percibir. El déficit del sector externo ecuatoriano en 1987, bajo las actuales condiciones, se espera que se aproxime a los mil millones de dólares. El gobierno central estima que con el aumento de las exportaciones no petroleras, se podrá cubrir entre el 40% y el 50% de dicho valor.

Por el lado de las importaciones se puede esperar un efecto positivo mediante la racionalización de las mismas. Al no ofrecer divisas el Banco Central a los importadores, éstos tendrán que limitar el volumen de sus compras en el exterior a la cantidad de divisas disponibles en el mercado libre. El sector privado tendrá que ser autosuficiente y el equilibrio de la balanza comercial no pública dejará de ser un problema del estado. Por otra parte el Banco Central no recibirá más la presión de los importadores que en el pasado le obligaba a distraer recursos petroleros o aún de créditos externos, a fin de atender compromisos de importaciones no necesariamente básicas para la economía nacional.

El Banco Central y más específicamente la Junta Monetaria, al no tener ya la presión del sector privado, podrá planificar mejor el destino de las divisas que el estado recibe por concepto de ventas de petróleo y derivados y por créditos externos. Teóricamente las autoridades económicas sólo tendrán que atender compromisos derivados de las importaciones del sector público y del pago de la deuda externa. Adicionalmente podría usar sus recursos para intervenir en el mercado libre de cambios y estabilizarlo cuando haya tendencias que amenacen su equilibrio.

La Reserva Internacional del país estará más protegida al no tener la presión del sector privado. Esto puede darle al país una mayor capacidad financiera en el exterior lo cual ante la banca internacional significará mejores posibilidades de nuevos créditos y de más ventajosas condiciones en las futuras negociaciones de refinanciamiento de la deuda actual. El hecho de que la medida cambiaria en cuestión libera del control estatal al comercio exterior privado y propende por una unificación cambiaria en base a la cotización libre de las divisas, posibilitará el que el Fondo Monetario Internacional y otras entidades financieras similares den mejores avales al país para nuevos créditos o para mayores facilidades en el repago de sus obligaciones actuales.

Por el lado contrario, la medida cambiaria reseñada puede originar los siguientes efectos negativos: En Ecuador las principales exportaciones no petroleras están constituidas por productos agrícolas de plantación: café, cacao, plátanos y recientemente palma africana, las cuales necesitan de períodos bastante largos para incrementar en volúmenes significativos su producción.

En efecto los suelos aptos para estas plantaciones ya están casi copados en el país y aún de disponerse de ellos, la iniciación de la producción de nuevos cultivos de estos productos necesita previamente de un tiempo de crecimiento y maduración de las plantas, de un promedio de cinco años. Como resultado de esto, se tiene una estructura de oferta de exportaciones bastante inelástica que difícilmente va a reaccionar frente a una mayor utilidad en términos de moneda local. Quizás en productos de mar y en otros rubros menores tales como productos manufacturados o productos agrícolas de ciclo corto, se logren mejores resultados en términos de aumentos del volumen de exportaciones, lo cual sin embargo es difícil que represente un porcentaje apreciable en el agregado total

A fin de controlar la cotización del dólar en el mercado libre, durante los primeros meses de funcionamiento del nuevo esquema, el Banco Central ha reducido el crecimiento de la oferta monetaria a niveles inferiores al del ritmo de aumento de los precios. En otras palabras la estabilidad cambiaria se está consiguiendo a costa de reducir en términos reales la cantidad de dinero en la economía, lo cual ha producido una situación de iliquidez al sistema financiero que a su vez amenaza con paralizar la inversión y frenar el crecimiento del PIB, por el lado del empleo también la situación puede empeorarse.

Parcialmente los bancos privados han compensado esta situación de iliquidez, mediante el aumento del ahorro privado, lo cual ha sido posible gracias a la decisión del gobierno de hacer flotar las tasas de interés para cuentas de ahorro y minimizar el control estatal en otras operaciones de crédito bancario.[18] Existe dudas sobre el límite de captación de ahorros del sector privado y sobre la capacidad de colocación de dichos recursos a los nuevos niveles de interés. Finalmente, aún de mantenerse el actual nivel de inversión, se plantea la duda de si tendrá el sector productivo la capacidad de generar proyectos lo suficientemente rentables como para asegurar el cumplimiento de las obligaciones financieras que está adquiriendo cuando el costo del dinero se ha elevado en más del 50% en los últimos 2 años y cuando la tasa real de interés se aproxima al 15%. La experiencia latinoamericana en la última década ha sido muy amarga cuando se ha optado por este camino.[19]

---

18 Regulación 367-86, Junta Monetaria tomada el mismo día de los cambios en la política cambiaria.

19 A manera de ejemplo se puede recordar las experiencias de los países del Cono Sur a finales de la década pasada y la más reciente de Colombia en donde la cartera morosa de los bancos causó una quiebra general del sistema financiero y la parálisis de importantes sectores productivos, como el textil, lo cual solo pudo ser superado con la intervención estatal a los bancos y la concesión de elevados subsidios a la industria.

Uno de los mayores temores generados por el nuevo modelo cambiario se deriva del poder de control del mercado de divisas que lograron los exportadores. Si bien en un mercado competitivo se podría lograr un equilibrio comercial en el sector externo en base a una racionalización de las importaciones, limitada por las disponibilidades de divisas generadas por las ventas privadas al exterior, las características del sector externo ecuatoriano, (en donde según cifras de comercio exterior del Ministerio de Finanzas y el Banco Central, 24 firmas controlan más del 50% de las exportaciones), son tales que las condiciones competitivas no se dan. En realidad los pocos grandes exportadores del país tienen intereses comunes con el sector financiero privado y tienen la capacidad no sólo de fijar según su conveniencia el precio interno de las divisas, sino que podrían jugar con la cantidad de dólares que en determinado momento colocan en el mercado de cambios y con su precio, a fin de generar gigantescas ganancias especulativas sin salirse del marco legal que en el momento el Estado les concede.

La esperada racionalización de las importaciones tampoco podría darse como consecuencia de la mencionada concentración de la oferta de dólares en el mercado libre de cambios. En realidad la composición de las importaciones no tiene por qué obedecer a criterios socialmente racionales, cuales serían la disminución de las compras suntuarias o la priorización de los insumos industriales ó los bienes de capital, por ejemplo. La realidad actual ecuatoriana hace prever que el pequeño grupo exportador ligado al sector financiero tiene la capacidad de decidir a quien vende sus dólares y así no solamente definir la composición de las importaciones ecuatorianas de acuerdo a sus intereses particulares, sino aún podrían determinar en el futuro quienes pueden ser importadores en el país y quienes no. En la actual situación de déficit cambiario del sector privado este temor se acrecienta. Durante la década de los 80, las importaciones de bienes de consumo sólo han re-

presentado el 8.5% del total, lo que hace muy difícil, aún existiendo los mecanismos apropiados, racionalizar el volumen de las compras en el exterior sin sacrificar al aparato productivo que se vería obligado a restringir su provisión de materias primas o su inversión en bienes de capital.

Finalmente, como consecuencia de la anterior distorsión en la composición de las importaciones, el Banco Central tendría que inyectar divisas adicionales a fin de atender a aquellos requerimientos de dólares para compras en el exterior que no son privilegiadas por el sector exportador pero que el estado considere socialmente necesarias. Esto ocasionaría un retorno parcial al anterior esquema, en que el banco emisor por una parte tendrá que destinar recursos públicos para equilibrar la balanza comercial privada y su capacidad de planificar sus egresos, conservar sus reservas y consolidar su posición financiera se debilite nuevamente y por otro lado habrá entregado la capacidad de control del tipo de cambio en el mercado que mayor volumen de transacciones registra.

4.3. Síntesis

Sumarizando lo expuesto previamente, la evolución futura del mercado libre de divisas es impredecible en el momento actual. Si bien en el pasado el diferencial entre la rentabilidad real del dinero doméstico y la de las divisas explicaba de una forma aceptable su comportamiento, hace apenas pocos meses se cambió el esquema cambiario ecuatoriano en una magnitud tal que el señalado mercado no controlado de cambios incrementará su volumen en más de un 100% y el factor preponderante en el futuro ya no será la rentabilidad esperada del dinero sino la evolución de la balanza comercial.

A pesar de que importantes beneficios teóricos se podrían lograr con el nuevo panorama cambiario, las condiciones específicas del Ecuador, especialmente en lo referente a la concentración del sector exportador y su identidad de inte-

reses con el sector financiero, da fuerza a las previsiones de nuevos desequilibrios en la balanza comercial y de una excesiva acumulación de poder en pocos oferentes de divisas que podrían imponer condiciones realmente oligopsónicas en el mercado libre de cambios. Todo ello puede distorsionar fuertemente su evolución y forzar nuevamente al Banco Central a intervenir en él.

El mercado oficial de divisas parece condenado, por lo menos en el corto y mediano plazos, a servir únicamente como patrón de referencia de la contabilidad del banco emisor; en el mercado de intervención cada vez se pierde más poder de control por parte del estado y en la determinación de su tipo de cambio prácticamente la única directriz de importancia es la de aproximarla lo más posible a la vigente en el mercado libre.

Finalmente y para aumentar la incertidumbre del momento en este campo, hay que recordar el hecho ya indicado de que en menos de dos años habrá un nuevo cambio de gobierno y que es alta la posibilidad de que las nuevas autoridades económicas no estén de acuerdo con el actual esquema librecambista y traten de recuperar el espacio perdido por la Junta Monetaria en materia de control cambiario.

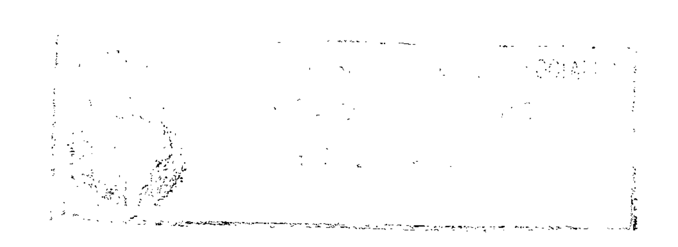
Anexo estadístico

CUADRO N° 1

Cotizaciones del dólar oficial
(En sucres)
COMPRA

	Trimestres			
Año	**I**	**II**	**III**	**IV**
1972	24,75	24,75	24,75	24,75
1973	24,76	24,80	24,80	24,80
1974	24,80	24,80	24,80	24,80
1975	24,80	24,80	24,80	24,80
1976	24,80	24,80	24,80	24,80
1977	24,80	24,80	24,80	24,80
1978	24,80	24,80	24,80	24,80
1979	24,80	24,80	24,80	24,80
1980	24,80	24,80	24,80	24,80
1981	24,80	24,80	24,80	24,80
1982	24,80	29,17	33,00	33,00
1983	34,98	44,36	47,20	51,80
1984	56,40	61,00	65,30	66,50
1985	66,50	66,50	66,50	82,00
1986	95,00			

Fuente: Información Estadística.- Boletín Banco Central. Varios números.



CUADRO N° 2

Cotizaciones del dólar oficial
(En sucres)
V E N T A

	Trimestres			
Año	**I**	**II**	**III**	**IV**
1972	25,25	25,25	25,25	25,25
1973	25,23	24,95	24,95	24,95
1974	24,95	24,95	24,95	24,95
1975	24,95	24,95	24,95	24,95
1976	24,95	24,95	24,95	24,95
1977	24,95	24,95	24,95	24,95
1978	24,95	24,95	24,95	24,95
1979	24,95	24,95	24,95	24,95
1980	24,95	24,95	24,95	24,95
1981	24,95	24,95	24,95	24,95
1982	24,95	29,40	33,30	33,30
1983	35,30	45,20	48,25	52,90
1984	57,50	62,20	66,70	67,85
1985	67,85	67,85	67,85	83,50
1986	96,50			

Fuente: Informe Estadístico.- Boletín Banco Central. Varios números

CUADRO Nº 3

Compra y venta de divisas por el Banco Central y por el mercado libre privado (Millones de dólares)

	Compras			Ventas		
Año	Banco Central	Mercado libre	Mercado libre/ Mercado total	Banco Central	Mercado libre	Mercado libre/ Mercado total
1980	3.417.0	1.629.6	32.3	3.146.8	1.564.5	33.2
1981	3.833.5	1.502.0	28.2	4.189.5	1.485.1	26.2
1982	4.246.8	2.693.6	38.1	4.574.0	2.659.3	36.8
1983	3.699.6	1.989.8	35.0	3.802.0	1.927.9	33.6
1984	3.386.0	1.563.2	31.6	3.366.9	1.569.4	31.8
1985	3.834.9	1.558.6	28.9	3.625.9	1.556.7	30.0
1986[1]	1.141.8	495.1	30.2	1.315.1	508.0	27.9

(1) Comprende el período enero-mayo

Fuente: Información Estadística.- Boletín Banco Central. Varios números.

CUADRO N° 4

Cotización del dólar (Mercado libre)

COMPRA

Año	Trimestres I	II	III	IV
1972	27,13	25,70	25,48	25,43
1973	24,67	24,75	24,75	25,05
1974	24,75	24,90	24,93	24,88
1975	24,88	25,03	25,48	26,17
1976	26,41	27,01	27,58	27,55
1977	27,78	27,79	26,87	26,60
1978	26,01	26,06	26,73	26,59
1979	27,17	28,19	27,47	27,02
1980	27,47	27,73	27,17	27,76
1981	29,72	29,94	30,62	33,19
1982	35,82	46,50	57,05	57,22
1983	70,02	85,35	92,48	84,80
1984	89,00	89,05	95,85	114,49
1985	119,51	113,68	107,95	120,85
1986	136,80			

Fuente: Información Estadística.- Boletín Banco Central. Varios números.

CUADRO N° 5

Cotización del dólar (Mercado libre)
VENTA

	Trimestres			
Año	**I**	**II**	**III**	**IV**
1972	27,60	26,17	25,78	25,75
1973	25,03	25,00	25,02	25,02
1974	25,03	25,23	25,23	25,18
1975	25,18	25,33	25,78	26,50
1976	26,85	27,38	27,51	28,16
1977	28,20	28,19	27,08	27,05
1978	26,32	26,44	27,14	27,02
1979	27,64	28,35	28,07	27,53
1980	27,99	28,30	27,78	28,33
1981	30,44	30,41	31,34	33,49
1982	36,40	46,61	57,50	57,55
1983	71,07	85,49	93,15	85,51
1984	89,56	89,69	96,21	116,95
1985	121,35	114,99	109,69	122,70
1986	139,50			

Fuente: Información Estadística.- Boletín Banco Central. Varios números.

CUADRO N° 6

Cotización del dólar (Mercado libre)
COTDOL

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Enero	28,74	34,35	65,10	89,86	121,46	130,74
Febrero	29,53	35,44	69,73	89,23	122,16	
Marzo	30,32	39,42	78,39	89,59	120,76	
Abril	30,29	42,39	81,77	89,25	116,48	
Mayo	30,68	44,65	83,09	90,42	115,70	
Junio	30,18	52,79	91,61	89,41	113,04	
Julio	28,67	60,91	97,23	91,34	110,69	
Agosto	30,41	53,97	94,33	96,74	106,90	
Septiembre	32,19	57,63	87,90	100,54	111,80	
Octubre	33,02	53,25	84,86	110,49	117,17	
Noviembre	34,20	58,40	83,74	120,33	124,04	
Diciembre	33,26	61,01	87,94	120,02	126,90	

Fuente: Información Estadística.- Boletín Banco Central. Varios números.

CUADRO N° 7

Ecuador: Tasas de interés doméstica
TASAEC

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Enero	12,0	14,42	15,0	19,0	23,0	23,0
Febrero	12,0	15,0	15,0	19,0	23,0	
Marzo	12,0	15,0	15,45	19,0	23,0	
Abril	12,0	15,0	16,0	19,0	23,0	
Mayo	12,0	15,0	16,0	19,0	23,0	
Junio	12,0	15,0	16,0	20,1	23,0	
Julio	12,0	15,0	16,0	21,0	23,0	
Agosto	12,0	15,0	16,0	21,0	23,0	
Septiembre	12,0	15,0	16,0	21,0	23,0	
Octubre	12,0	15,0	17,35	21,0	23,0	
Noviembre	12,0	15,0	19,0	21,0	23,0	
Diciembre	12,0	15,0	19,0	22,35	23,0	

Fuente: Información Estadística.- Boletín Banco Central. Varios números.

CUADRO N° 8

Tasa de interés Prime
TASAPR

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Enero	19,5	15,75	11,0	11,0	10,5	9,5
Febrero	19,0	16,5	10,5	11,0	10,5	
Marzo	17,5	16,5	10,5	11,5	10,5	
Abril	18,0	16,5	10,5	12,0	10,5	
Mayo	20,5	16,5	10,5	12,5	10,0	
Junio	20,0	16,5	10,5	13,0	9,5	
Julio	20,5	15,5	10,5	13,0	9,5	
Agosto	20,5	13,5	11,0	13,0	9,5	
Septiembre	19,5	13,5	11,0	12,8	9,5	
Octubre	18,0	12,0	11,0	12,0	9,5	
Noviembre	16,0	11,5	11,0	11,3	9,5	
Diciembre	15,75	11,5	11,0	10,8	9,5	

Fuente: Informe Estadístico-Sub Gerencia de Estadísticas.- Banco Central. Varios números.

CUADRO Nº 9

Indice de precios Ecuador
Base 1980 = 100
P R E C E C

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Enero	106,6	124,3	159,5	238,7	310,2	374,5
Febrero	109,7	125,4	163,3	243,0	313,8	
Marzo	112,9	126,9	168,3	249,0	319,5	
Abril	114,4	128,7	176,4	255,4	329,0	
Mayo	116,7	130,0	188,8	258,5	332,9	
Junio	117,2	131,9	199,7	260,2	339,4	
Julio	117,5	134,4	210,4	263,3	344,7	
Agosto	118,1	136,9	218,7	268,2	345,4	
Septiembre	119,1	139,0	227,2	348,4	348,4	
Octubre	120,3	145,1	233,7	278,4	350,4	
Noviembre	122,5	149,9	233,2	286,6	354,8	
Diciembre	122,9	152,9	233,1	291,5	362,6	

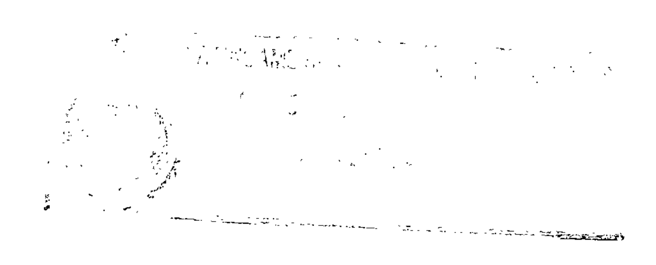
Fuente: INEC-Indice de precios al consumidor, Boletín. Varios números.

CUADRO Nº 10

Indice de precios de Estados Unidos
Base 1980 = 100
PRECUSA

	1981	1982	1983	1984	1985	1986
Enero	105,5	114,4	118,8	123,7	128,1	133,1
Febrero	106,6	114,8	118,8	124,2	128,6	
Marzo	107,4	114,6	118,9	124,5	129,2	
Abril	108,0	115,2	119,7	125,1	129,7	
Mayo	109,0	116,3	120,4	125,5	130,2	
Junio	110,0	117,7	120,8	125,9	130,6	
Julio	111,1	118,4	121,3	126,3	130,8	
Agosto	112,0	118,6	121,7	126,8	131,1	
Septiembre	113,1	118,8	122,3	127,4	131,5	
Octubre	113,1	119,2	122,6	127,8	131,9	
Noviembre	113,7	119,0	122,8	127,8	132,3	
Diciembre	114,0	118,5	123,0	127,8	132,7	

Fuente: Economic and Financial Prospects. Swiss Bank Corporation. Varios números.



Bibliografía

1. Teoría general sobre la tasa de cambio; la balanza de pagos y sus efectos en la economía doméstica.

Banco Central del Ecuador. (1983) - "Metodología de Cuentas Nacionales del Ecuador". Cuentas Nacionales N° 4, Quito - Ecuador 1983.

Castro Fidel (1983) "La Crisis Económica y Social del Mundo". Editorial la Oveja Negra, Bogotá - Colombia 1983.

Ethier, Wilfred (1983) - "Modern International Economics" W.W. Norton & Company, New York 1983.

Ffrench-Davis, Ricardo. (1979) - "Economía Internacional, Teorías y Políticas para el Desarrollo". Fondo de Cultura Económica, México 1979.

Ocampo, José Antonio y Cabrera, Mauricio (1981) - "Precios Internacionales, Tipo de Cambio e Inflación". Bogotá - Colombia 1981.

2. Determinación del tipo de cambio; paridad del poder de compra, el enfoque monetarista y los modelos de dos brechas.

Balassa, (1964) - "The Purchasing Power Parity Doctrine: A Reappraisal". Journal of Political Economy. Vol. 72 N° 6. Págs. 584-596.

Blundell-Wignall, A y Masson, P.R. (1984) - "Exchange Rate Dynamics and Intervention Rules". International Monetary Fund Staff Papers vol. 32. Págs. 132-159.

Clavijo, Fernando y Gómez, Octavio (1984) - "El Desequilibrio Externo y la Devaluación en la Economía Mexicana". El trimestre económico, págs. 3-31.
Williamson, John (1983) - "The Exchange Rate System". Institute for International Economics, 1983.

3. Política cambiaria; diferentes alternativas: tipos de cambio fijo y libre y políticas cambiarias planificadas.

Caballero Argáez, Carlos (1980) - "La Libertad Cambiaria: Solución al Problema Monetario?" Publicación coyuntura económica, Bogotá - Colombia 1980. Págs. 117-124.
Echavarría, Juan José (1982) - "Subsidios y Tasa de Cambio. Análisis de las Primeras Medidas del Nuevo Gobierno". Publicación coyuntura económica, Bogotá - Colombia 1982. Págs. 171-188.
Estrategia, publicación especializada en temas económicos, Bogotá - Colombia - abril 1983, "Se Especula Contra el Peso". Octubre 1983, "Foro sobre la Tasa de Cambio"; febrero 1985, "Tasa de Cambio: el Peligro de una Maxi o de una Tasa Gradual del 42 por Ciento (que es lo mismo)". Abril 1985, "La Devaluación".
Feenstra, Robert (1985) - "Anticipated Devaluations, Currency Flight, and Direct Trade Controls in a Monetary Economy". The American Economic Review, junio 1985. Págs. 386-401.
Instituto Latinoamericano de Investigaciones Sociales, ILDIS. (1985) - "Política Cambiaria y Comercio Exterior". Publicación del Foro Económico - Ildis, La Paz - Bolivia 1985.
Lizondo, José Saul (1985) - "La Unificación de los Tipos de Cambio Múltiples". Finanzas y Desarrollo, diciembre 1985. Págs. 23-37.
Ocampo Gaviria, José Antonio (1983) - "En Defensa de la Continuidad del Régimen Cambiario". Publicación Coyuntura Económica, marzo 1983, Bogotá - Colombia. Págs. 198-214.

Wickham Peter (1985) - "The Choice of Exchange Rate Regimen in Developing Countries". International Monetary Fund Staff Papers vol. 32. N° 2. Págs. 248-288.